



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas

Programa de Pós-Graduação em Administração

Mestrado Acadêmico em Administração

PAULA BORGES GOMES AKITAYA

**O IMPACTO DA ATUAÇÃO INTERNACIONAL E DO
POSICIONAMENTO PAÍS DE ORIGEM SOBRE O
DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS**

Brasília – DF

Fevereiro de 2018

PAULA BORGES GOMES AKITAYA

O IMPACTO DA ATUAÇÃO INTERNACIONAL E DO
POSICIONAMENTO PAÍS DE ORIGEM SOBRE O
DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Professor Orientador: Dr. RAFAEL BARREIROS PORTO

Brasília – DF

Fevereiro de 2018

PAULA BORGES GOMES AKITAYA

O IMPACTO DA ATUAÇÃO INTERNACIONAL E DO POSICIONAMENTO PAÍS DE
ORIGEM SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de Brasília como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Banca Examinadora:

Professor Dr. Rafael Barreiros Porto, PPGA/UnB

Orientador

Professor Dr. Felipe Mendes Borini, ESPM-FEA/USP

Examinador Externo

Professora Dr. Antônio Isidro da Silva Filho, PPGA/UnB

Examinador Interno

Professora Dr^a. Marina Figueiredo Moreira, PPGA/UnB

Examinador Suplente

Agradecimentos

Aos meus filhos, Alice e Arthur, meu agradecimento e um pedido de desculpas por tudo que deixamos de viver nesse período de dedicação. Espero que este trabalho seja um símbolo da capacidade de superação, que vocês não conheçam limites para seus sonhos e que saibam que podem alcançar tudo o que desejarem com esforço e dedicação.

Ao meu amor, Diogo, pelo apoio incondicional sempre. Não tenho palavras para você!

À minha mãe, Margarida, por todas as palavras de incentivo e pelo carinho.

À Universidade de Brasília por ter sido berço para gerações da minha família, por ser palco de tantas descobertas e por ter me proporcionado mais uma conquista.

Ao meu professor, Rafael, por ter acreditado e nunca desistido do meu projeto.

Aos meus colegas de turma, em especial ao grupo “a vida além do PPGA”, que me permitiram sorrisos quando o que me restava era exaustão.

Resumo

A internacionalização de empresas brasileiras é constatada pela capacidade de exportar ou de abrir subsidiárias no exterior. O desempenho financeiro dessa atuação internacional pode ser beneficiado ou prejudicado pelo posicionamento do país de origem que a empresa exhibe entre suas escolhas estratégicas globais. Este trabalho objetiva investigar o efeito da atuação internacional e do posicionamento do país de origem sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras. A pesquisa tem abordagem quantitativa e recorte longitudinal com levantamento de informações de 220 empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa no período de 2001 a 2016. A análise dos dados foi feita por meio de regressão com dados em painel fixo de empresas, com uso de variáveis explicativas defasadas em T+1 com o propósito de realizar inferências de causa e consequência. De modo geral, os resultados apontam que as empresas com a presença de subsidiárias comerciais no exterior geram melhoria nos indicadores de desempenho analisados. Por sua vez, o alto grau de declaração do posicionamento do país de origem leva a uma piora nos resultados das empresas que possuem subsidiárias no exterior, mas melhora os indicadores para aquelas que são exclusivamente exportadoras. O estudo apresenta ainda sugestões gerenciais para executivos e executores de políticas públicas, além de trazer uma agenda para futuras pesquisas.

Palavras-Chave: internacionalização de empresas; país de origem; desempenho financeiro; empresas brasileiras; painel de empresas.

Abstract

The internationalization of Brazilian companies is evidenced by the ability to export or open subsidiaries abroad. The financial performance of this international activity may be benefited or impaired by the position of the country of origin that the company displays among its global strategic choices. This paper aims to investigate the effect of the international activities and the positioning of the country of origin on the financial performance of Brazilian companies. The research has a quantitative approach and a longitudinal cut with information gathering of 220 Brazilian companies listed on BM&F Bovespa from 2001 to 2016. The data analysis was done through regression with data in fixed panel of companies, using explanatory variables lagged in T+1 with the purpose of making inferences of cause and consequence. In general, the results indicate that companies with the presence of commercial subsidiaries abroad, generate improvement in the performance indicators analyzed and a high degree of declaration of the position of the country of origin leads to a worsening in the results of companies that have subsidiaries in the country, but it improves the results for those that are exclusively exporters. The study also presents managerial suggestions for executives and executors of public policies, besides bringing an agenda for future research.

Keywords: internationalization of companies; country of origin; financial performance; Brazilian companies; panel of companies.

Lista de tabelas

Tabela 1 – Operacionalização das variáveis.....	25
Tabela 2 – Análise descritiva dos dados.....	27
Tabela 3 – Efeitos sobre desempenho financeiro relacionados às vendas.....	30
Tabela 4 – Efeitos sobre o desempenho financeiro relacionados ao valor de mercado e lucro.....	30
Tabela 5 – Efeitos sobre as vendas exportadas T_{+1}	31
Tabela 6 – Efeitos sobre o crescimento da receita em vendas T_{+1}	32
Tabela 7 – Efeitos sobre a participação de mercado T_{+1}	34
Tabela 8 – Efeitos sobre o Q de Tobin T_{+1}	35
Tabela 9 – Efeitos sobre o retorno sobre o ativo T_{+1}	36
Tabela 10 – Efeitos sobre o retorno sobre as vendas T_{+1}	37

Lista de figuras

Figura 1 – Estágios de internacionalização de empresas.....	7
Figura 2 – Estratégia Global: um quadro de organização.....	9
Figura 3 – Pesquisas sobre internacionalização e desempenho financeiro.....	14
Figura 4 – Modelo conceitual da pesquisa.....	18
Figura 5 – Grupos de empresas brasileiras com atuação internacional.....	28

Lista de abreviaturas e siglas

Apex-Brasil	Agência Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos
BACEN	Banco Central do Brasil
CNI	Confederação Nacional da Indústria
COMTRADE	Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais da Organização das Nações Unidas
ESPM	Escola Superior de Propaganda e Marketing
FDC	Fundação Dom Cabral
FOB	Free on Board
IED	Investimento Estrangeiro Direto
MDIC	Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços
MRE	Ministério das Relações Exteriores
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
RFB	Receita Federal do Brasil
ROA	Return on Assets
ROI	Return on Investment
ROS	Return on Sales
SISCOMEX	Sistema Integrado de Comércio Exterior
SISCOSERV	Sistema Integrado de Comércio Exterior de Serviços, Intangíveis e Outras Operações que Produzam Variações no Patrimônio
UNCTAD	Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento

SUMÁRIO

1	Introdução	1
1.1	Formulação do problema	2
1.2	Objetivo geral.....	5
1.3	Objetivo específico	5
2	Referencial Teórico	5
2.1	Internacionalização de empresas.....	5
2.2	Internacionalização de empresas brasileiras	9
2.3	Internacionalização de empresas e desempenho financeiro	12
2.4	Posicionamento do país de origem	15
2.5	Modelo conceitual da pesquisa	17
3	Método e Técnicas de Pesquisa	19
3.1	Amostra.....	19
3.2	Procedimento de coleta e fonte de dados	20
3.3	Variáveis.....	24
3.4	Análise dos dados.....	26
4	Resultados	29
4.1	Efeitos da atividade exportadora, presença de subsidiária no exterior e grau de declaração do posicionamento do país de origem sobre o desempenho financeiro.....	29
4.2	Comparação dos efeitos da atividade das subsidiárias no exterior e do grau de declaração do posicionamento o país de origem entre os grupos de atuação internacional	30
5	Discussão.....	37
6	Considerações Finais	40
	Referências.....	43
	Anexo A – Amostra de empresas da pesquisa	49

1 Introdução

O comércio internacional tem crescido desde os anos 1970. As exportações mundiais saíram de um patamar de menos de US\$1 trilhão de dólares por ano para mais de US\$18 trilhões em 2014 (Ministério da Indústria e Comércio Exterior e Serviços [MDIC] n.d.). Esse crescimento refletiu a globalização da economia mundial e dos mercados, possibilitando que mais empresas tivessem atuação internacional, seja por meio de exportações ou por se tornarem multinacionais, configuradas como empresas com operações dispersas além das fronteiras nacionais (Yaprak, Xu, & Cavusgil, 2011).

A internacionalização de empresas pode ser entendida como um processo de inserção internacional que consiste em aprendizado e comprometimento com os mercados, de modo que a empresa avance para estágios mais complexos (Conconi, Sapir, & Zanardi, 2016; Cavusgil, 1984; Johanson & Wersheim-Paul, 1975). Na abordagem do Modelo de Uppsala, os autores identificaram quatro estágios principais de internacionalização, em que a cada estágio há um incremento no comprometimento dos recursos, a empresa vivencia novas experiências e amplia suas informações sobre o mercado. Apesar dos estudos de Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) e Johanson e Vahlne (1977) se basearem em casos de empresas suecas, o modelo incremental de internacionalização pode ser encontrado, também, no processo de empresas brasileiras, iniciando pela exportação e depois avançando para o investimento direto (Atsumi, Villela, & Freitas, 2007).

Assim, diferente das revisões de Ogasavara e Masiero (2009) e Ogasavara, Masiero, Mota e Correio (2015), que limitaram a internacionalização de empresas ao estágio de investimento direto no exterior, neste estudo, a internacionalização é entendida como um processo amplo que inclui os estágios desde a exportação até a presença no exterior por meio de subsidiárias (Conconi *et al.*, 2016; Cavusgil, 1984; Johanson & Wersheim-Paul, 1975). Contudo, para os fins deste estudo, empresas que realizam exportação ou possuem subsidiária no exterior são consideradas empresas com atuação internacional, a despeito de qualquer sequência, hierarquia ou nível de comprometimento que possa existir entre essas atividades.

Por meio da internacionalização, as empresas se inserem em cadeias de valor globais e buscam melhorar sua eficiência ao reestruturar suas operações internacionais, localizando as atividades da cadeia de valor (design, produção, marketing, distribuição, etc.) em diferentes

países (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OCDE], 2015). Além disso, a internacionalização expõe as empresas aos efeitos do país de origem, que pode ser considerado um dos fenômenos mais significativos para afetar a avaliação dos produtos estrangeiros (Kumara & Canhua, 2010), pois possui influência na percepção de qualidade sobre os produtos (Bilkey & Nes, 1982) e sobre o conhecimento, associação e lealdade das marcas (Pappu, Quester, & Cooksey, 2006), afetando sua venda no mercado internacional e o desempenho da empresa.

Por outro lado, a melhoria do desempenho é um dos motivadores para que as empresas invistam em um processo de internacionalização, pois a perspectiva de maximização dos resultados da empresa guia as escolhas das estratégias internacionais (Lages, Mata, & Griffith, 2013). Da mesma forma, pelos indicadores de desempenho, é possível medir em que grau o sucesso ou fracasso de uma empresa estão relacionados à sua presença no exterior (Dörrenbächer, 2000).

1.1 Formulação do problema

A exportação é o modo de entrada mais comum em mercados internacionais (Leonidou, Katsikeas, & Samiee, 2002), representando o primeiro estágio de um processo de internacionalização de empresas que evolui gradualmente até o estabelecimento de uma operação de manufatura no exterior (Johanson & Wiedersheim-Paul, 1975). Contudo, muitas empresas não avançam por todos os estágios de internacionalização (Cavusgil, 1984), podendo existir empresas que nascem globais ou que se internacionalizam precocemente (Knight & Cavusgil, 2004) ou que preferem não avançar na sua internacionalização, permanecendo nacionais ou atuando apenas com exportações.

Sendo assim, a despeito das ambiguidades que cercam o tema (Hamel & Prahalad, 1985), a estratégia global tem sido frequentemente relacionada à forma como a empresa estrutura o fluxo de atividades dentro de seu sistema mundial de valor agregado (Ghoshal, 1987). Ao elaborar uma estratégia global, a empresa a define para a organização como um todo e então a orquestra com suas subsidiárias. Ela deixa de operar como um competidor multidoméstico, em que cada subsidiária compete de maneira independente em seu mercado, e se torna uma organização global, que utiliza seu sistema global de produtos e mercados contra seus competidores (Hout, Porter, & Rudden, 1982).

Ao estruturarem-se em mercados internacionais, várias empresas procuram gerenciar a percepção que seus consumidores têm sobre o seu país de origem por meio de suas ações de divulgação (Magnusson, Westjohn, & Zdravkovic, 2011). Desse modo, elas procuram desenvolver, também, estratégias de comunicação de marketing que as favoreçam. Se a imagem do país não for favorável, a empresa deve desenvolver formas de minimizar o impacto negativo (Paterlini, Giraldi, & Amui, 2012) que o seu país de origem pode ter sobre o seu desempenho financeiro.

Entre as diversas formas de se medir o desempenho das empresas com atuação internacional, o resultado financeiro possui maior possibilidade de replicação e respaldo na literatura nacional e internacional (Floriani & Fleury, 2012; Azar & Drogendijk, 2014), além de ser um indicador mais fácil de ser monitorado pelos executivos, pois pode ser retirado dos dados contábeis das empresas. Assim, entre os diversos benefícios esperados da internacionalização, a melhoria do desempenho financeiro é uma das expectativas das empresas com atuação internacional. Entre outras vantagens, as empresas buscam melhoria nas vendas internacionais, na sua lucratividade e no seu valor de mercado.

Contudo, apesar da importância da internacionalização para as empresas e para a economia do país, os estudos em administração internacional com foco em multinacionais brasileiras ainda são novos e as pesquisas nesse campo ainda não ganharam o impulso como em outras áreas da administração (Ogasavara *et al.*, 2015). Os estudos sobre as empresas multinacionais tratam principalmente dos países desenvolvidos, não havendo tantos estudos sobre países em desenvolvimento, pois as multinacionais nesses mercados existem a menos tempo (Silva & Fleury, 2013).

Nos estudos sobre empresas brasileiras, há predomínio de pesquisa empírica com abordagens quantitativas e destacado uso de questionários para a coleta de dados com amostras limitadas de empresas, bem como planos de pesquisa exploratórios ou exploratório-descritivos que evidenciam a incipiência do tema (Silva, Crespam, & Scherer, 2013). Outra característica recorrente nas pesquisas sobre o tema é o uso de recorte temporal transversal (ou seccional), em que os dados são coletados em um ponto no tempo, havendo assim oportunidade para a realização de estudos longitudinais (Floriani & Fleury, 2012; Yaprak *et al.*, 2011).

Além das limitações metodológicas, estudos empíricos sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras internacionalizadas trazem resultados distintos a depender do nível de

envolvimento internacional (Barakat, Cretoiu, & Ramsey, 2011; Barcellos, Cyrino, Oliveira, & Fleury, 2010) e fazem poucas inferências de causa e consequência entre a atuação internacional das empresas e seu desempenho financeiro. Eles tratam do grau de internacionalização da empresa, mas não conseguem, por exemplo, identificar o impacto de determinada atividade da subsidiária no exterior sobre o desempenho financeiro da empresa, revelando espaço para novas pesquisas empíricas sobre o tema.

Por outro lado, o efeito país-de-origem tem sido objeto de estudo de diversas áreas de gestão, marketing e psicologia. Embora haja vasta literatura sobre país de origem desde os anos sessenta, muitos pontos ainda são discutidos e várias questões de pesquisa ainda devem ser esclarecidas (Vianelli & Marzano, 2012). Os estudos frequentemente consideram o consumidor como nível de análise (Giraldi & Carvalho, 2009), havendo carência de estudos que testem o efeito país-de-origem no nível da organização. Portanto, torna-se relevante entender melhor o efeito do país de origem, tema que é considerado cada vez mais importante na estratégia de marketing internacional das empresas (Vianelli & Marzano, 2012).

Assim, notou-se uma oportunidade para a realização de estudos que avaliem o efeito país-de-origem no nível da organização e não apenas do consumidor, como tem sido frequentemente tratado na literatura. Metodologicamente, percebeu-se espaço para pesquisas com recorte longitudinal, ampliando o período de análise, bem como o tamanho da amostra, proporcionando uma perspectiva diferente sobre o tema com resultados que corroboram com os estudos existentes e, ao mesmo tempo, trazem novos pontos de vista sobre o fenômeno estudado.

Sendo assim, apesar da ênfase dada a temas como desempenho de empresas em processo de internacionalização e efeito país-de-origem, não há discriminação das empresas de acordo com seu estágio de internacionalização e sua atividade internacional. Existem óticas e operacionalização distintas, corroborando com o fato de que as pesquisas no Brasil ainda estão em fase de expansão, havendo bastante espaço para contribuição com estudos sobre esses temas. Essas contribuições contemplam tanto implicações gerenciais para executivos de empresas quanto para gestores públicos de políticas de promoção da internacionalização, bem como contribuições teóricas para o campo estudado.

Estes três temas – internacionalização de empresas, efeito país de origem e desempenho financeiro – apesar de estreitamente relacionados, são pouco analisados em conjunto. Portanto,

pressupondo que a atuação internacional das empresas ocorre pela perspectiva de maximização dos resultados e que o país de origem interfere nas vendas dos produtos e serviços, a pergunta de pesquisa é a seguinte: **qual o impacto da atuação internacional e do posicionamento país de origem sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras?**

1.2 Objetivo geral

O objetivo deste trabalho é investigar o efeito da atuação internacional e do posicionamento do país de origem sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras.

1.3 Objetivo específico

- Analisar o efeito da atividade exportadora, da presença de subsidiárias no exterior e do grau de declaração do posicionamento do país de origem no desempenho financeiro das empresas brasileiras;
- Comparar, entre os grupos de atuação internacional, os efeitos de atividade das subsidiárias no exterior e do grau de declaração do posicionamento do país de origem sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras.

2 Referencial Teórico

Este capítulo apresentará diversas abordagens da literatura para: o processo de internacionalização de empresas e seus diferentes estágios; a internacionalização de empresas brasileiras; a análise do desempenho financeiro das empresas em processo de internacionalização; e o posicionamento do país de origem.

2.1 Internacionalização de empresas

Os estudos sobre internacionalização de empresas podem ser categorizados em duas abordagens distintas: uma econômica e outra comportamental. Essas abordagens não são excludentes na explicação do fenômeno, mas trazem pontos de vista distintos sobre o processo de internacionalização de empresas.

Na abordagem econômica, a internacionalização da empresa advém de uma suposta racionalidade, com o objetivo de maximização dos retornos econômicos. John Dunning (1980), um dos principais autores dessa abordagem, escrevia para uma audiência de economistas neoclássicos, com a premissa de que as motivações das multinacionais refletiam uma

racionalidade baseada em acesso total a informações e que o fluxo de Investimento Estrangeiro Direto (IED) era consequência das imperfeições do mercado (Cuervo-Cazurra & Narula, 2015). No entanto, as empresas e seus gerentes não são totalmente racionais, não possuem informações completas de todas as alternativas e nem sempre maximizam (Cuervo-Cazurra & Narula, 2015). Assim, vários elementos da abordagem econômica se tornaram inadequados para o entendimento do processo de internacionalização.

Na abordagem comportamental, a internacionalização decorre de um processo incremental na busca de redução dos riscos (Carneiro & Dib, 2007). Na principal teoria dessa abordagem, os pesquisadores da Universidade de Uppsala na Suécia (Johanson & Wiedersheim-Paul, 1975; Johanson & Vahlne, 1977) identificaram por meio de pesquisa empírica que as empresas suecas, ao contrário do que estava previsto na literatura econômica e de negócios internacionais da época (anos 1970), não selecionavam seus mercados de entrada pela análise racional de custos e riscos do mercado, mas por meio de uma cadeia de estabelecimento (*establishment chain*) que se iniciava em mercados de baixa distância psíquica, (Johanson & Vahlne, 2009). Ou seja, a empresa tende a iniciar seu processo de internacionalização pelos mercados com maior proximidade linguística, cultural e legal e, somente depois, investe em outros mercados.

O processo de internacionalização de empresas, nesse modelo incremental, é baseado na incerteza (Cavusgil, 1984) e na racionalidade limitada. É um modelo dinâmico, em que a experiência e o conhecimento do mercado influenciam no nível de comprometimento da empresa, gerando novas atividades no mercado que, por sua vez, promovem a ampliação do conhecimento da empresa sobre o mercado, aumentando o seu nível de comprometimento (Johanson & Vahlne, 2009). Nesse processo gradual de envolvimento internacional (Johanson & Vahlne, 1977), apesar das nuances existentes, os autores identificaram quatro estágios principais de internacionalização da empresa. Após desenvolver o mercado doméstico, a firma inicia a internacionalização por meio de exportações esporádicas para mercados vizinhos ou conhecidos com práticas de negócios similares; passa, então, a fazer vendas por meio de representantes independentes no segundo estágio. Quando as vendas aumentam, esses representantes são substituídos por uma subsidiária comercial no terceiro estágio e, no estágio mais avançado, iniciam a produção ou manufatura no mercado, conforme Figura 1.

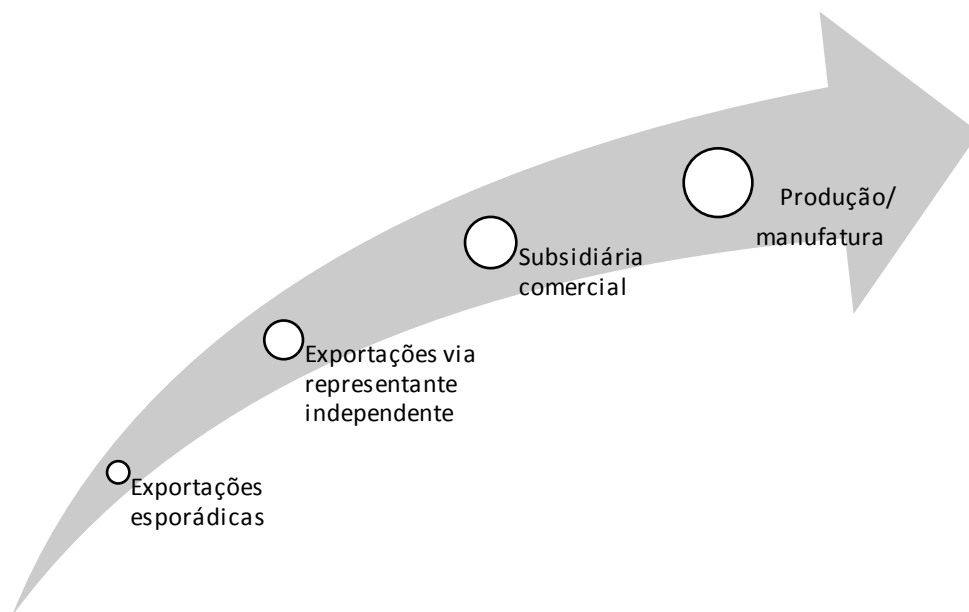


Figura 1. Estágios de internacionalização de empresas

Fonte: Adaptado de J Johanson, J., Wiedersheim-Paul, F. (1975). The internationalization of the firm: four Swedish cases. *Journal of Management Studies*, v. 12, p. 305-22.

Uma das principais críticas ao trabalho seminal da Escola de Uppsala decorre do fato de que o comportamento das empresas mudou desde os anos 1970 (Johanson & Vahlne, 2009). Nem todas as firmas avançam por todos os estágios de internacionalização (Cavusgil, 1984). Há empresas que nascem globais, como as *start-ups* estudadas por e Knight e Cavusgil (2004), e outras que passam pelo processo de maneira acelerada (Oviatt & McDougall, 1994).

No entanto, os autores de Uppsala se defendem ao argumentar que, em muitos casos, as mudanças no comportamento da empresa estão mais relacionadas às mudanças no ambiente internacional do que com mudanças nos mecanismos de internacionalização (Johanson & Vahlne, 2009). Ao revisitarem seu modelo, os autores assumiram que a empresa está inserida em uma rede de negócios que inclui atores em relações interdependentes e que o processo de internacionalização ocorre dentro dessa rede, mas ainda guiado por níveis de conhecimento, confiança e comprometimento (Johanson & Vahlne, 2009), assim como na sua abordagem original.

Contudo, apesar da incompletude do trabalho original de Johanson e Wiedersheim-Paul (1975) e Johanson e Vahlne (1977), os autores pontuaram os principais elementos do processo de internacionalização de empresas necessários para a condução desta pesquisa. Os estágios propostos originalmente pelos autores foram utilizados para operacionalizar a atuação

internacional das empresas, sendo as variáveis explicativas analisadas neste estudo a atividade exportadora e a presença de subsidiária no exterior.

A presença de subsidiárias no exterior é uma das características das multinacionais. De acordo com Ghoshal e Bartlett (1990, p. 603), “uma multinacional é constituída por um grupo de organizações geograficamente dispersas e com metas diferentes, que incluem sua sede e as diferentes subsidiárias nacionais”. As multinacionais, ao adotarem estratégias de competição mundial, procuram organizar globalmente as atividades de sua cadeia de valor, distribuindo-as em suas subsidiárias de acordo com critérios que consideram a estratégia da empresa e o contexto em que a subsidiária está localizada.

O surgimento das multinacionais pode ser explicado por duas linhas principais: investimentos verticais e investimentos horizontais (Hiratuka & De Negri, 2003). A primeira, os investimentos verticais, se aproveita da diferença entre os países distintos para fazer a separação da cadeia produtiva; a outra, os investimentos horizontais, trata da replicação de linhas de produtos semelhantes em países semelhantes em tamanho de mercado, renda e dotação de fatores.

A literatura sobre subsidiárias de multinacionais iniciou-se com ênfase nos aspectos da relação entre matriz-subsidiária (Birkinshaw & Morrison, 1995; Silva e Fleury, 2013). A partir dos papéis das subsidiárias em relação à matriz e ao seu contexto local e global, a literatura nacional e internacional produziu diferentes tipologias para a classificação das subsidiárias de multinacionais (Birkinshaw & Morrison, 1995; Bartlett & Ghoshal, 1986; Silva & Fleury, 2013).

As diferentes tipologias refletem o fato de que as multinacionais, por meio de suas subsidiárias, podem elaborar diferentes estratégias de competição global por meio da estruturação de suas atividades em um sistema global de valor agregado. O conceito de cadeia de valor agregado, popularizado por Porter (1985), decompõe a firma em suas atividades mais relevantes com o objetivo de entender o comportamento, os custos e as atividades que podem ser fontes de diferenciação. Além disso, permite uma análise desagregada dos benefícios de escala em atividades criadoras de valor da empresa (Ghoshal, 1987), possibilitando a construção de diferentes estratégias (Figura 2). Rugman, Verbeke e Yuan (2011) complementaram o trabalho de Bartlett e Ghoshal (1986), ao definirem que há quatro conjuntos principais de

atividades que podem ser exercidas por uma subsidiária: inovação, produção, vendas e funções administrativas.

Objetivos estratégicos	Fontes de vantagem competitiva		
	Diferenças nacionais	Economia de escala	Economia de escopo
Alcançando eficiência nas operações atuais	Beneficiando de diferenças nos custos dos fatores - salários e custo do capital	Expandindo e explorando potenciais economias de escala em cada atividade	Compartilhamento de investimentos e custos de produtos, mercados e negócios.
Gerenciando riscos	Gerenciando diferentes tipos de riscos decorrentes de mudanças no mercado ou induzidas pelas políticas em vantagens comparativas de diferentes países	Escala de equilíbrio com flexibilidade estratégica e operacional	Diversificação da carteira de riscos e criação de opções e apostas laterais
Aprendizagem e adaptação à inovação	Aprendendo com as diferenças sociais nos processos e sistemas organizacionais e gerenciais	Beneficiando da experiência - redução de custos e inovação	Aprendizagem compartilhada em componentes organizacionais em diferentes produtos, mercados ou negócios

Figura 2. Estratégia Global: um quadro de organização (*Global Strategy: an organizing framework*)

Fonte: Adaptado de Ghoshal, S. (1987, p. 428). Global strategy: An organizing framework. *Strategic management journal*, 8(5), 425-440.

O *framework* (Figura 2) desenvolvido por Ghoshal (1987), consiste em uma consolidação da literatura existente até então sobre estratégia. Ele partiu dos três principais objetivos de uma multinacional: eficiência das atividades, gestão de riscos e desenvolvimento de capacidades internas de aprendizagem para se adaptar às mudanças. Esses objetivos foram articulados com as fontes de vantagem competitiva identificadas: diferença entre os mercados em que atua, economia de escala ou sinergia entre as atividades gerando economia de escopo. A construção de uma estratégia bem-sucedida consiste em gerenciar as interações entre os diferentes objetivos e as fontes de vantagem competitiva nos diferentes mercados.

2.2 Internacionalização de empresas brasileiras

Apesar da globalização dos mercados ter tornado a internacionalização uma estratégia viável e natural para empresas que buscam crescimento (Cavusgil & Zou, 1994), a quantidade de empresas brasileiras inseridas no mercado internacional é relativamente baixa. Entre as

várias razões para a baixa participação pode estar o fato de o Brasil ser um país com grandes dimensões e com níveis relevantes de crescimento, o que pode justificar um interesse menor das empresas em avançar nas atividades internacionais (Mais, Carvalho & Amal, 2014).

Entre 1975 e 2014 o Brasil manteve-se com uma participação em torno de 1% do comércio internacional, registrando 1,02% de participação nas exportações mundiais em 1975 e 1,22% em 2014 (MDIC, n.d.) O índice que mede o grau de abertura da economia também não variou tanto, subindo de 18,7% em 1975 para 19,4% em 2014 (MDIC, n.d.). Isso não significa que o Brasil tenha estagnado nas exportações; pelo contrário, o país registrou exportações de US\$225,1 bilhões em 2014 contra US\$8 bilhões em 1975. No entanto, o país não desenvolveu seu comércio exterior na mesma velocidade que as trocas mundiais avançaram e, por isso, a participação brasileira não é tão significativa.

De acordo com os dados do Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais da Organização das Nações Unidas [Comtrade] (2015), o Brasil ocupou em 2014 a 23ª posição entre os países exportadores, mesmo sendo a 7ª economia do mundo no mesmo ano. Além disso, apesar de possuir mais de 18 milhões de empresas ativas no Brasil (Empresômetro, Confederação Nacional da Indústria [CNI] 2017), pouco mais de 25 mil empresas exportaram em 2016 (MDIC, n.d.).

Similar ao que acontece com as exportações, o total de empresas brasileiras em estágios mais avançados da internacionalização também não é expressivo. Apenas uma empresa brasileira (Vale) consta entre as 100 maiores transnacionais não financeiras, ranqueadas pela quantidade de ativos no exterior (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento [UNCTAD] 2015). E, ao ser comparado com economias em desenvolvimento e economias de transição, o Brasil conta com cinco empresas na lista das 100 maiores transnacionais não financeiras, ranqueadas pela quantidade de ativos no exterior (UNCTAD, 2015), aparecem na lista: Vale, Gerdau, Petrobras, JBS e Embraer. Comparando com outras economias emergentes, a Coreia do Sul também possui cinco empresas, a Índia oito e a China, incluindo Hong Kong e Taiwan, soma 41 empresas.

O levantamento realizado pelo Observatório de Multinacionais Brasileiras¹ da Escola Superior de Propaganda e Marketing [ESPM] (2017) indica 105 empresas brasileiras com

¹ O Observatório monitora e mantém base de dados dos investimentos brasileiros no exterior. O acesso aos dados foi realizado em janeiro de 2017.

subsidiárias no exterior. Ao contrário dos registros do Banco Central do Brasil [BACEN] sobre ativos no exterior, o estudo da ESPM considera apenas as empresas que fizeram investimentos em ativos físicos, como escritórios comerciais, lojas, centros de distribuição, manufaturas e centros de pesquisa e desenvolvimento. A quantidade de empresas identificadas pela ESPM em relação ao número de empresas exportadoras sugere que ainda é tímida a presença de empresas brasileiras no exterior.

Já a edição de 2016 do Ranking da Fundação Dom Cabral [FDC] conta com 64 empresas brasileiras que desenvolvem “atividades internacionais de manufatura, montagem e prestação de serviços ou que possuam centros de pesquisa e desenvolvimento, agências bancárias, franquias, escritórios comerciais, depósitos e centrais de distribuição no exterior” (FDC, 2016, p. 30). O propósito do ranking não é fazer um mapeamento amplo das multinacionais brasileiras, mas a quantidade de empresas que compõe o ranking também sugere que não há muitas empresas brasileiras com subsidiárias ou franquias internacionais.

Na mesma direção, a Pesquisa sobre Internacionalização de Empresas realizada pela Agência Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos [Apex-Brasil] (2017) identificou que 64% das 229 empresas respondentes do questionário possuem operações em outros países e que 141 empresas possuem intenção de abrir novas operações próprias no exterior nos próximos três anos. Além disso, a pesquisa indicou que a principal razão para as empresas atuarem internacionalmente, tanto nas exportações quanto na abertura de subsidiárias no exterior, é vender mais. Esses resultados estão alinhados com os demais achados de que existem poucas multinacionais brasileiras, além de reforçar a relevância das vendas no exterior e a melhoria do desempenho das empresas como uma das principais razões para a internacionalização das empresas.

Os registros do BACEN sobre o estoque de capitais brasileiros no exterior incluem vários tipos de investimento. No ano de 2015, os registros indicam apenas 4.088 pessoas jurídicas com capitais no exterior. Além disso, os dados sugerem que a maior parte do capital não está alocado em investimentos em subsidiárias comerciais ou produtivas, pois apenas 4,6% do capital declarado está sob a classificação na categoria atividades de sedes de empresas e de consultoria em gestão de empresas. Além do mais, a maior parte do capital está investida em países que podem ser considerados paraísos fiscais pela Receita Federal do Brasil [RFB], ou seja, “não tributam a renda ou tributam com alíquota inferior a 20%, ou, ainda, cuja legislação

interna não permita acesso à composição societária das pessoas jurídicas” (Instrução Normativa RFB N° 1037, de 4 de junho de 2010, 2010).

Apesar de incipiente, o Governo Federal tem tratado a internacionalização de empresas brasileiras por meio de diversos órgãos. A Secretaria-Executiva da Câmara de Comércio Exterior [CAMEX], o Departamento de Promoção Comercial e Investimentos do Ministério das Relações Exteriores [MRE], a Apex-Brasil e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social [BNDES] têm desenvolvido ações na busca da promoção da Imagem Brasil e do apoio à internacionalização de empresas brasileiras.

2.3 Internacionalização de empresas e desempenho financeiro

Várias pesquisas têm se dedicado a identificar os diversos fatores que determinam desempenhos superiores de empresas com atuação internacional. O crescente número de estudos nacionais pode ser explicado pela relevância do tema tanto para as empresas quanto para o país. As receitas das exportações são importantes para o equilíbrio macroeconômico do Brasil (Klotzle & Thomé, 2006) uma vez que aumenta as reservas cambiais, a renda interna, cria empregos, melhora a qualidade de vida, equilibra o orçamento e estimula investimentos (Silva *et al.*, 2013).

Os estudos nacionais frequentemente dedicam-se a investigar o desempenho exportador das empresas, uma vez que no Brasil não há muitas empresas com subsidiárias no exterior. Esses estudos operacionalizam o desempenho exportador de maneira distinta (Klotzle & Thomé, 2006; Mais & Amal, 2011; Mais *et al.*, 2014; Honório, 2009). Essa falta de consenso sobre a definição de medidas adequadas para o desempenho exportador compromete a comparação entre os trabalhos e prejudica a evolução das teorias de negócios internacionais (Mais & Amal, 2011; Mais *et al.*, 2014). Além disso, outro aspecto comum é que, ao contrário da pesquisa de Cavusgil (1984), os estudos não discriminam as empresas de acordo com o seu estágio de internacionalização, não distinguindo as que são apenas exportadoras daquelas que possuem subsidiárias no exterior.

O desempenho das empresas pode ser operacionalizado por meio de métricas financeiras e não financeiras (Yaprak *et al.*, 2011; Barakat *et al.*, 2011). O desempenho financeiro é frequentemente operacionalizado por medidas que podem ser extraídas da contabilidade das empresas como: Retorno sobre Ativos (*Return on Assets - ROA*), Retorno sobre Investimento (*Return on Investment – ROI*), Retorno sobre Vendas (*Return on Sales –*

ROS), além de lucratividade e volume de vendas (Azar & Drogendijk, 2014; Floriani & Fleury, 2012; Yaprak *et al.*, 2011).

Por outro lado, conforme apresentado na Figura 3, há estudos nacionais e internacionais que analisam o desempenho financeiro das empresas em processo de internacionalização. Yaprak *et al.* (2011) realizaram trabalho exploratório sobre a implementação de estratégias globais efetivas sobre o desempenho. Nesse estudo, eles indicaram que existem várias dimensões para medir desempenho e que métricas financeiras e não financeiras são utilizadas para avaliar o desempenho estratégico. Entre as medidas financeiras estão a lucratividade, ROI e volume de vendas. Assim como em outros estudos, eles sugerem a realização de pesquisas longitudinais sobre o tema.

Já o trabalho de Azar e Drogendijk (2014) mediu o desempenho das empresas pesquisadas sob duas dimensões: desempenho financeiro e efetividade da estratégia. Para a análise do desempenho financeiro, os pesquisadores utilizaram questionários com uma escala em que os respondentes indicavam qual o aumento ou decréscimo percentual sobre quatro indicadores, ROA, ROI, ROS e vendas. O estudo sugere que novas pesquisas devem ser feitas com uso de dados longitudinais para dar maior precisão na relação de causalidade entre distância psíquica, inovação e desempenho.

O estudo de Contractor, Kundu e Hsu (2003) propõe uma teoria de expansão internacional em três estágios em uma curva em S, em que o primeiro estágio é marcado por custos de aprendizado, inexperiência com culturas e mercados internacionais, e insuficiência de escala para operações globais que prejudicam o desempenho da empresa. No segundo estágio a empresa apresenta melhora no desempenho e no terceiro estágio o desempenho apresenta uma redução relativa, pois, com alto grau de internacionalização, os custos de coordenação e governança crescem mais rápido que as receitas dos novos mercados.

Essa hipótese sigmoidal de Contractor *et al.* (2003) foi antecedida por pesquisas que ora sugeriam que a internacionalização das empresas geraria desempenho em U (Ruigrok & Wagner, 2002), ora sugeriam desempenho em U invertido (Geringer, Beamish & da Costa, 1989). O desempenho em U poderia ser consequência de um processo de aprendizado (Ruigrok & Wagner, 2002), alinhado com a Escola de Uppsala, enquanto o desempenho em U invertido poderia decorrer da extrapolação do ponto ótimo da diversificação, sugerindo um limite para a internacionalização das empresas (Geringer, *et al.*, 1989).

No Brasil, a pesquisa de Floriani e Fleury (2012) sobre a internacionalização de pequenas e médias empresas brasileiras identificou melhorias no desempenho à medida que as empresas ganham experiência, tornam-se mais eficientes e aumentam seu grau de internacionalização. Nessa pesquisa, as autoras operacionalizam desempenho financeiro pelo ROA, pela lucratividade geral, e pela rentabilidade geral (lucro líquido/investimento total). Elas sugerem a realização de um estudo longitudinal para resultados mais específicos.

Autores	Amostra/recorte	Indicadores	Resultados
Azar & Drogendijk, 2014	158 empresas suecas Setores de baixa tecnologia Ano: 2012 Questionário	ROA, ROI, ROS e vendas	Adoção combinada de inovação tecnológica e organizacional melhoram o desempenho.
Barakat, Cretoiu, & Ramsey, 2011	41 empresas brasileiras Multissetorial Ano: 2008-2009 Questionário	Objetivos: %Ebitda, ROS internacional, ROA internacional Subjetivos: satisfação sobre vendas, crescimento das vendas, lucro e participação de mercado	Empresas mais internacionalizadas possuem melhor desempenho objetivo e subjetivo.
Barcellos, Cyrino, Oliveira, & Fleury, 2010	73 empresas brasileiras Multissetorial Ano: 2006 Questionário	% Receita bruta, % de empregados, % Ativos e % EBITDA	Empresas com alto grau de internacionalização possuem melhor desempenho financeiro das operações internacionais em relação às operações domésticas.
Contractor, Kundu & Hsu, 2003	103 empresas de diversos países Serviços Ano: 1983-1988 Análise conjunta de séries transversais	ROA, ROS,	Desempenho em curva S em três fases de internacionalização.
Floriani & Fleury, 2012	114 PMEs brasileiras Multissetorial Ano: não identificado Transversal	ROA, Lucratividade Geral e Rentabilidade Geral	Quanto maior o grau de internacionalização, mais competências são desenvolvidas e melhor é o desempenho financeiro.
Yaprak, Xu, & Cavusgil, 2011	Teórico	Indicadores financeiros (lucratividade, ROI e volume de vendas) e não financeiros	As características da empresa e do mercado afetarão positivamente o desempenho, mas a relação pode ser melhorada quando mediada pela interação entre estratégia, estrutura e o processo da estratégia

Figura 3. Pesquisas sobre internacionalização e desempenho financeiro

Nota. Fonte: Autora.

Após uma análise comparativa de índices, a pesquisa de Barakat *et al.* (2011) concluiu que o índice da UNCTAD é mais adequado para a análise da transnacionalidade de multinacionais brasileiras e que as empresas que possuem a maior proporção de receitas ativos e empregados no exterior apresentam melhor desempenho internacional. Eles concluíram ainda que as vendas foram significativas também para a análise da performance subjetiva, que media a satisfação com as vendas e a satisfação com o crescimento das vendas. No entanto, ressaltam a pequena amostra da pesquisa e os dados de apenas dois anos como limitações do estudo.

Por outro lado, o artigo de Barcellos *et al.* (2010) examina a relação entre o grau de internacionalização e o desempenho financeiro das operações internacionais de empresas brasileiras. Eles concluíram que as empresas brasileiras com maior grau de internacionalização possuem pior desempenho financeiro internacional, pois podem estar incorrendo em maiores custos de coordenação, governança e aprendizado que seus pares com menor grau de internacionalização. Como agenda, os pesquisadores sugerem que sejam feitos estudos para avaliar o desempenho financeiro geral das empresas, observando sua relação com o grau de internacionalização.

Os estudos realizados no Brasil utilizaram amostras multissetoriais (Barakat *et al.*, 2011, Barcellos *et al.*, 2010, e Floriani & Fleury, 2012). Já nos estudos internacionais, foram identificados recortes setoriais diversos. Azar e Drogendijk (2014) estudaram apenas empresas de baixa tecnologia, Contractor *et al.* (2003), apenas empresas de serviços e Sullivan (1994), apenas empresas de manufatura.

Os estudos em geral valem-se de indicadores de desempenho financeiro tradicionais em pesquisas no tema, como o retorno sobre ativos (ROA) e volume de vendas. Contudo, nenhum estudo trouxe variáveis relacionadas ao impacto do país de origem sobre o desempenho das empresas.

2.4 Posicionamento do país de origem

A internacionalização das empresas e a sua integração a cadeias de valor globais tornaram mais complexa a análise do efeito país de origem, uma vez que os produtos podem ser projetados em um país, fabricados e montados em outro país usando matérias-primas e componentes de vários locais do globo (Brodowsky, Tan, & Meilich, 2004). Assim, com a possibilidade de se realizar cada atividade da cadeia de valor em um local, a identificação dos

efeitos do país de origem, país de montagem, país de design e país da marca tornou-se uma tarefa complicada para pesquisadores e executivos.

Desse modo, as empresas precisam considerar a comunicação sobre o seu país de origem como mais um recurso para a construção da sua estratégia global e definição da sua atuação internacional. Para Brodowsky *et al.* (2004), as decisões sobre os locais para alocação da cadeia de valor da empresa, além de considerar custos e proximidade do cliente final, devem considerar as opções de país de origem que podem ou não ser usadas para ganhar vantagem competitiva.

“A imagem de um país afeta diretamente as avaliações que os consumidores fazem a respeito dos produtos fabricados nesse país, fenômeno conhecido como ‘efeito país de origem’” (Giraldi & Carvalho, 2008, p. 135). Além disso, por se tratar de um aspecto extrínseco ao produto, o país de origem torna-se uma **dica** sobre o produto (Ayrosa, 1998) na ausência de mais informações sobre ele. Embora pareça haver consenso sobre o fato de que a imagem do país de origem impacta na avaliação de produtos, ainda há dúvidas sobre a magnitude desse efeito (Giraldi & Carvalho, 2009).

De um modo geral, o efeito do país de origem tem sido um tema recorrente na literatura em marketing internacional. Contudo, enfoca os efeitos da informação relacionada com o país de origem sobre as percepções dos consumidores (Brodowsky *et al.*, 2004). Mesmo no Brasil, apesar de vários estudos nacionais explorarem os efeitos da Imagem País ou do País de Origem de produtos brasileiros (Almeida & Drouvot, 2009; Ceribeli & Souza, 2016; Giraldi & Carvalho, 2009; Giraldi, Machado, & Carvalho, 2008), tais estudos não vinculam esses efeitos ao desempenho da empresa, mas à percepção do consumidor e sua intenção de compra, havendo, assim, espaço na literatura para avançar nesse tema. Além disso, devido à importância da imagem do país de origem, esse atributo deve receber atenção especial dos tomadores de decisão em relação às estratégias de exportação dos produtos e serviços de um país (Paterlini *et al.*, 2012).

Existem várias formas de se comunicar o país de origem do produto, ao comunicar seu país de origem, a empresa procura se posicionar na mente do consumidor, buscando obter vantagem de tal posicionamento. Para Ayrosa (2000, como citado em Giraldi & Carvalho, 2005), as formas incluem: “o rótulo ‘fabricado em’ (*made in*); a sugestão direta por meio da marca ou do nome da empresa (por exemplo, *British Airways*, *Ibéria*); a sugestão indireta por meio da sonorização ou da ortografia da marca ou do nome da empresa (por exemplo, *Ferrari*,

Matsushita, Olivetti, Renault); e a indicação ou sugestão pela embalagem do produto (por exemplo, cerveja *Fosters, Reebok*)”.

Por sua vez, Aichner (2013) identificou oito formas de comunicar o país de origem aos seus clientes organizadas em legalmente regulamentadas e não regulamentadas. As formas regulamentadas são por meio do rótulo *made in* e dos rótulos de designação de origem (*quality and origin labels*). Entre as formas não regulamentadas estão: incorporando o país de origem ao nome da empresa, como em *Alitalia* e *Air France*; com palavras do país de origem incorporadas ao nome da empresa, como em *Sumitomo Metal Industries* (empresa de metais do Japão); usando o idioma do país de origem em slogans ou em comerciais, como a VW que usa *Das Auto* (o carro em alemão) como slogan; com o uso de cidadãos famosos do seu país ou estereótipos de pessoas do país de origem em seus comerciais; com o uso de bandeiras e símbolos do país de origem nas embalagens ou comerciais, como usar a bandeira da Itália em embalagens de pizza; por fim, com o uso de paisagens ou edificações famosas do país de origem, com o a Torre Eiffel ou a Estátua da Liberdade.

A construção de formas de comunicar o país de origem reflete a importância do tema para as empresas. O efeito do país de origem depende da imagem do país de origem e também é mediado pelas características do consumidor e da categoria do produto (Giraldi *et al.*, 2008). Contudo, nem todo país possui uma imagem positiva que favoreça a empresa ou o produto. Dependendo do setor e do mercado-alvo, um país de origem forte pode se tornar uma vantagem competitiva para as empresas e ajudá-las a conquistar novos mercados (Aichner, 2013).

2.5 Modelo conceitual da pesquisa

As escolhas das estratégias internacionais são guiadas pela perspectiva de maximização do desempenho da empresa (Lages *et al.*, 2013). Além disso, é pressuposto fundamental dos estudos em negócios internacionais de que há uma relação positiva entre desempenho da firma e seu nível de multinacionalidade (Contractor *et al.*, 2003). Contudo, estudos empíricos com empresas brasileiras ainda não são conclusivos sobre esse tema, havendo pesquisas que indicam resultados positivos e negativos (Barakat *et al.*, 2011; Barcellos *et al.*, 2010; Floriani & Fleury, 2012). Assim, nota-se que há espaço para pesquisas que investiguem o impacto do processo de internacionalização sobre o desempenho financeiro das empresas brasileiras.

Por outro lado, empresas com atuação internacional estão mais sujeitas ao efeito país-de-origem. Esse efeito está relacionado à influência que o país de origem exerce nas atitudes e

no comportamento dos consumidores em relação a produtos ou marcas (Giraldi, Machado, & Carvalho, 2008). O país de origem pode interferir na aceitação dos produtos e serviços e, consequentemente, no desempenho das empresas com atuação internacional. Assim, se o país tiver uma imagem negativa, os gestores devem construir estratégias de comunicação que minimizem a informação do país de origem a fim de que o consumidor baseie sua avaliação nas características e benefícios do produto (Essoussi & Merunka, 2007).

Dessa maneira, espera-se que empresas com maior atuação internacional (exportação e presença de subsidiárias no exterior) apresentem melhor desempenho financeiro (Barakat *et al.*, 2011) se comparado a empresas com menor presença internacional. Pela ótica do marketing internacional, o efeito país-de-origem pode alterar significativamente o posicionamento de um produto e, para melhorar a estratégia de posicionamento, devem-se investigar as associações ao país de origem (Adina, Gabriela, & Roxana-Denisa, 2015).

Nessa perspectiva, o estudo buscou investigar o impacto do grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil), da atividade exportadora e da presença de subsidiárias no exterior com suas respectivas atividades (pesquisa e desenvolvimento [P&D], fabricação/produção e vendas) sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras de capital aberto, conforme apresentado na Figura 4.

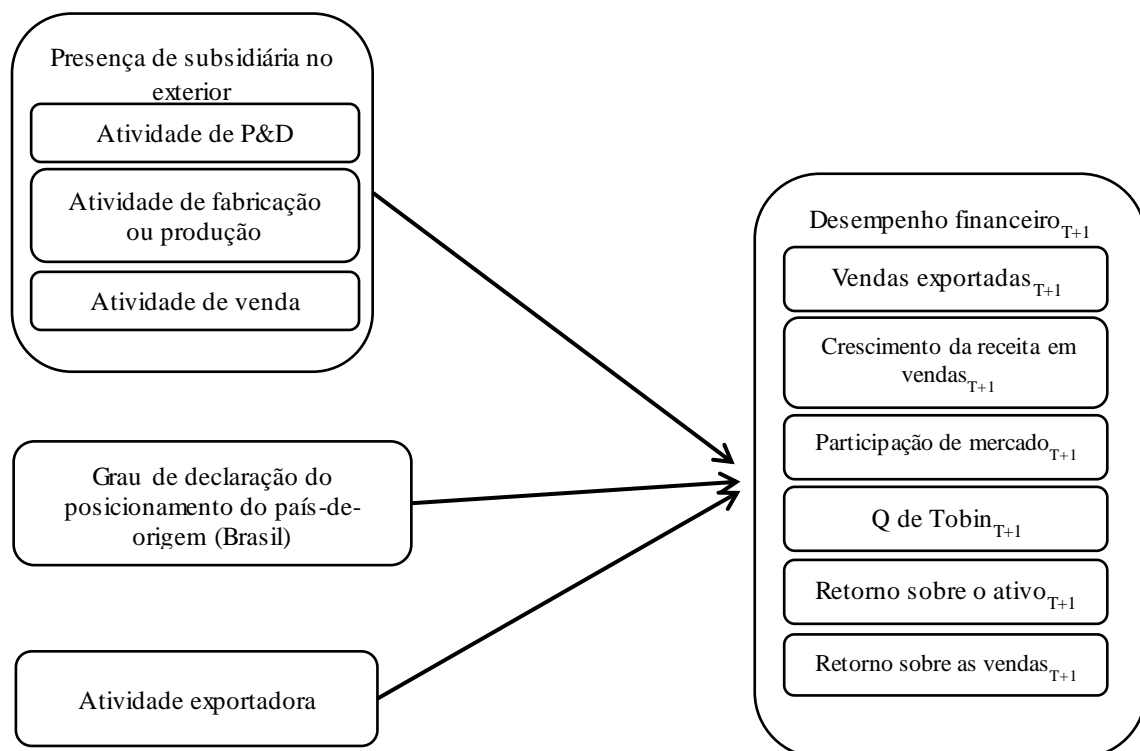


Figura 4. Modelo conceitual da pesquisa

Para isso, desenvolveu-se modelo conceitual que propõe uma relação direta entre as três variáveis explicativas (presença de subsidiária no exterior, grau de declaração do posicionamento do país de origem e a atividade exportadora) sobre o desempenho financeiro (vendas exportadas $T+1$, crescimento da receita em vendas $T+1$, participação de mercado $T+1$, Q de Tobin $T+1$, retorno sobre ativo $T+1$ e retorno sobre vendas $T+1$) de empresas brasileiras de capital aberto. Por se tratar de um estudo com recorte longitudinal, as variáveis explicativas foram analisadas com dados defasados no momento T em relação ao momento $T+1$ das variáveis explicadas.

3 Método e Técnicas de Pesquisa

Para esta pesquisa, realizou-se um estudo econométrico a fim de investigar o impacto da atuação internacional (atividade exportadora e presença de subsidiárias de P&D, fabricação/produção ou vendas) e dos diferentes graus de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil) sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras listadas na BM&F Bovespa. A pesquisa tem abordagem quantitativa e recorte longitudinal com levantamento de informações das empresas no período de 2001 a 2016, com uso de dados secundários de diversas fontes (consultoria Economatica, BM&F Bovespa, MDIC, website das empresas da amostra, notícias de jornal, publicidade e pesquisas acadêmicas).

3.1 Amostra

A amostra foi composta por empresas ativas listadas na BM&F Bovespa em julho de 2017. Assim, após a qualificação da base inicial da BM&F Bovespa, que contava com 450 empresas ativas de diversos setores, realizou-se a exclusão das multinacionais estrangeiras, das empresas dos setores financeiros, utilidade pública (como distribuição de energia, água e esgoto) e exploração de rodovias. A exclusão desses setores justifica-se, pois, apesar da internacionalização de alguns bancos brasileiros, no setor financeiro predominam empresas de gestão de fundos, cujo desempenho financeiro está atrelado a uma cesta de investimentos com diferentes negócios e não à internacionalização de uma atividade econômica específica. No caso dos serviços de utilidade pública, tratam-se de empresas públicas com atividades especificamente localizadas no Brasil e atuando em monopólios naturais. Já os casos da exploração de rodovias, são concessões públicas frequentemente administradas por consórcios

de empresas de construção e logística. Assim, não cabe incluir as rodovias, pois elas não se internacionalizam e são apenas um dos empreendimentos de empresas já representadas na amostra.

Para a exclusão desses setores, utilizou-se o filtro de classificação de setor econômico disponível na base de dados da BM&F Bovespa. Após esse primeiro filtro, restaram 235 empresas que foram novamente analisadas a fim de identificar as empresas que pertenciam aos setores excluídos, mas que apresentavam uma classificação equivocada no cadastro da BM&F Bovespa.

Ao final, restaram 220 empresas brasileiras, totalizando 3.028 linhas com dados de 2001 a 2016. A amostra incluiu empresas exportadoras e não exportadoras, com ou sem subsidiária no exterior. No entanto, pela própria dinâmica das empresas e das bolsas de valores, nem todas as empresas possuíam os 16 anos de dados, o que evidencia que se trata de painel desbalanceado dos dados das empresas. Contudo, mais de 83% da amostra, ou seja, 184 empresas, possuíam 10 anos ou mais de dados de desempenho financeiro disponíveis, um avanço em relação a estudos anteriores. Além disso, em relação ao recorte temporal da amostra, não foi possível analisar o desempenho financeiro das empresas que possuíam menos de três anos de dados válidos, pois inviabilizava a análise de T e $T+1$. As empresas da amostra encontram-se listadas no Anexo A.

3.2 Procedimento de coleta e fonte de dados

Os dados referentes às variáveis explicativas foram obtidos por meio do levantamento de dados de exportação das empresas brasileiras e pela realização de dois procedimentos de coleta. O primeiro procedimento buscou evidências da presença de subsidiárias no exterior e das atividades por elas realizadas ao longo dos anos do estudo (2001-2016). O segundo procedimento procurou identificar o grau de declaração de posicionamento do país de origem (Brasil) por meio dos websites das empresas pesquisadas.

O procedimento para identificar a presença de subsidiárias no exterior e suas respectivas atividades iniciou-se com a busca de informações no website registrado no cadastro da BM&F Bovespa das empresas brasileiras da amostra. Foram realizadas buscas nas páginas que se referem à localização das unidades da empresa (onde estamos, localização, endereço e similares), que descrevem a história da empresa (institucional, história, quem somos e similares) e nas páginas que oferecem informações dos relatórios de resultados (relações com

investidores), já que todas as empresas são listadas e disponibilizam várias informações sobre sua atividade empresarial.

Além disso, a fim de detalhar a atividade desempenhada pela subsidiária e o ano em que as atividades foram estabelecidas no exterior, realizou-se também levantamento em sites de busca (Google e Google acadêmico) com o objetivo de identificar notícias de jornal, publicidade, artigos, estudos de caso ou outras pesquisas acadêmicas que evidenciassem tanto a presença da subsidiária no exterior quanto a atividade realizada por ela. Foram utilizados também os dados disponibilizados pelo Ranking de Multinacionais Brasileiras, produzido pela FDC, e as informações do Observatório de Multinacionais Brasileiras da ESPM.

Esse último indicou que em 2016 constavam 105 multinacionais brasileiras com informações sobre setor, número de subsidiárias, estratégia de entrada e países de atuação. Contudo, como algumas incongruências foram encontradas nessa listagem. Ela foi utilizada como referência, mas os dados foram validados por meio do mesmo procedimento aplicado a todas as outras empresas.

As subsidiárias identificadas foram categorizadas em três atividades: P&D, fabricação/produção e vendas. Inicialmente, previa-se a classificação das atividades das subsidiárias no exterior considerando a cadeia de valor agregado, distinguindo as atividades à montante (compras, P&D e produção) das atividades à jusante (distribuição, vendas e pós-vendas) (Porter, 1985). Contudo, no decorrer do trabalho, notou-se dificuldade em identificar evidências de determinadas atividades, como compras, distribuição e pós-vendas, não havendo detalhe específico sobre essas atividades no site das empresas nem nos relatórios. Além disso, as atividades de distribuição e pós-vendas se confundem com a atividade de vendas, dificultando a categorização em atividades distintas. Assim, as atividades da cadeia de valor para essa pesquisa foram categorizadas em apenas três: P&D, fabricação/produção e vendas. Essas atividades estão alinhadas com os achados de Rugman, Verbeke e Yuan, (2011), que definiram quatro conjuntos principais de atividades que podem ser exercidas por uma subsidiária: inovação, produção, vendas e funções administrativas.

O procedimento sobre o grau de declaração de posicionamento do país de origem também foi realizado no website da empresa. O website é um meio de comunicação comum a todas as empresas pesquisadas e que permite rápida localização de informações sobre ela, seus produtos e serviços e sobre a localização de suas unidades (matriz e subsidiárias). Com a

preponderância da internet, o website das empresas tornou-se uma importante ferramenta de comunicação que integra a estratégia de marketing, inclusive revelando, ou não, seu país de origem.

Assim, utilizando-se como referência o trabalho de Florek, Inch e Gnoth (2006) sobre o website como meio de comunicação de identidade de marca local, realizou-se uma adequação dos elementos de busca a fim de ajustar aos objetivos desse trabalho. Utilizou-se o website informado no cadastro da empresa na base da BM&F Bovespa ou, nos casos em que o site estava desatualizado, com erro de grafia ou o cadastro referia-se apenas ao site de compras online da empresa, pesquisou-se o site institucional.

Desse modo, a fim de identificar o país de origem da empresa no website, foram analisados cinco elementos de declaração. Iniciou-se com a identificação do idioma, se havia apenas o Português ou se havia idioma estrangeiro, geralmente Inglês e/ou Espanhol. Quando havia idioma estrangeiro, a sequência de busca dos elementos de declaração do país de origem era realizada em apenas um dos idiomas estrangeiros disponíveis, primeiramente o Inglês e, na sua ausência, o Espanhol. Quando não havia site em idioma estrangeiro, as etapas seguintes eram realizadas no site em Português.

A segunda etapa consistia na identificação do uso do indicativo de país de origem Brasil (.br) no endereço do website. A terceira etapa consistiu na identificação do uso de ícone/figura/cores que fazem referência ao Brasil na página principal do website (home). Nesse caso, não foram consideradas as bandeiras do Brasil que se referiam apenas à troca de idioma no site. A quarta etapa consistiu na identificação do uso de slogan ou frase de destaque com referência ao Brasil na página principal do website (home). A quinta e última etapa dessa pesquisa consistiu na busca por informações do Brasil como país de origem da empresa nas páginas que relatavam a origem ou história da empresa (institucional, história, linha do tempo, quem somos e similares).

Os dois procedimentos de coleta realizados no website da empresa foram feitos com apoio de um assistente de pesquisa. Assim, a pesquisadora principal construiu um protocolo de pesquisa onde foram detalhados todos os procedimentos metodológicos das buscas no website da empresa, tanto no procedimento sobre subsidiárias quanto sobre declaração do país de origem. O protocolo definia quais campos, informações, palavras e ícones deveriam ser observados e avaliados. Os dois pesquisadores realizaram as análises independentemente e

posteriormente foi realizado um cruzamento parcial dos resultados. As empresas que apresentaram resultados divergentes foram novamente analisadas pela pesquisadora principal a fim de se chegar a uma avaliação final.

Os dados de exportação foram obtidos no website do MDIC e referem-se à base de dados do Sistema Integrado de Comércio Exterior [SISCOMEX], sistema de registro compulsório das exportações de bens. Não foi possível fazer o levantamento da exportação de serviços, pois o sistema de registro das exportações de serviços, o Sistema Integrado de Comércio Exterior de Serviços, Intangíveis e Outras Operações que Produzam Variações no Patrimônio [SISCOSERV], ainda não está plenamente operante. Assim, para as empresas do setor de serviços, os dados de exportação consideraram apenas os dados registrados no SISCOMEX.

Por se tratar de uma pesquisa longitudinal, com a finalidade de observar o processo de internacionalização das empresas e seu desempenho financeiro ao longo do tempo, buscou-se o maior recorte temporal disponível no banco de dados do SISCOMEX no site do MDIC na ocasião da coleta de dados (2001-2016). Além disso, a unidade de coleta de dados de exportação foi definida com base no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica [CNPJ] com 8 dígitos, referente ao grupo de empresas e não do CNPJ com 14 dígitos, que se refere a cada unidade empresarial.

O levantamento dos dados referentes às variáveis explicadas, relacionados ao desempenho financeiro, foi realizado por meio de consulta à base de dados da consultoria Economatica. O procedimento iniciou-se com a busca dos dados de cadastro de todas as empresas selecionadas na amostra. Esses dados são baseados nas informações disponibilizadas pela BM&F Bovespa e incluem nome da empresa, CNPJ, país sede, setor econômico (de acordo com a classificação BM&F e com a classificação da Economatica).

Após a organização do cadastro das empresas, procedeu-se a busca dos dados de desempenho. Para isso, organizou-se uma tabela com as informações financeiras das empresas no período entre 2001 e 2016. Os dados extraídos da base da consultoria Economatica eram consolidados no último trimestre de cada ano, incluindo os valores das subsidiárias e empresa controladas, sempre que essa informação estivesse disponível para consulta. As informações que compuseram a tabela incluíam: ativo total, patrimônio líquido, lucro líquido, receita e valor de mercado da empresa. Esses dados foram reorganizados a fim de gerar as variáveis de desempenho financeiro (vendas exportadas $T+1$, crescimento da receita em vendas $T+1$,

participação de mercado $T+1$, Q de Tobin $T+1$, retorno sobre ativo $T+1$ e retorno sobre vendas $T+1$) que serão detalhadas a seguir.

3.3 Variáveis

Entre as variáveis explicativas, a presença de subsidiárias no exterior foi definida por meio de evidências em fontes de dados secundários disponíveis na internet. As subsidiárias identificadas foram categorizadas em três atividades: P&D, fabricação/produção e vendas. A busca pelas subsidiárias e suas respectivas atividades foi longitudinal, investigando-se relatórios, notícias e pesquisas acadêmicas ao longo de todos os anos da pesquisa (2001-2016). Para cada atividade identificada em cada ano era atribuído o valor 1 e quando a atividade não era identificada, atribuía-se o valor 0.

Já o grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil) refere-se ao nível com que a empresa se posiciona como uma empresa de origem brasileira em seu website. Para isso, buscaram-se os seguintes elementos de declaração do país de origem no website da empresa: uso do .BR no endereço do website da empresa; presença de ícone, símbolo gráfico ou uso de cores que façam referência ao Brasil; presença de slogan ou frase de destaque que faça referência ao Brasil; presença de texto que faça referência ao Brasil; presença de website apenas no idioma Português.

Para cada elemento de declaração identificado foi dada o valor 1 e quando não havia uso dos elementos de declaração, atribuía-se o valor 0, numa variação binária. Assim, cada empresa poderia ter uma nota dessa variável entre 0 e 5. Cabe notar também que a avaliação dos elementos de declaração foi realizada entre julho e agosto de 2017. Assim, os dados referem-se apenas a esse período, não sendo possível acessar os dados ao longo de todos os anos da pesquisa (2001-2016).

Já a atividade exportadora foi identificada por meio do registro de exportação no SISCOMEX. Se a empresa apresentasse registro de atividade exportadora naquele ano, era classificada como 1; caso não houvesse registro de exportação, era classificada como 0.

O desempenho financeiro da empresa, variável explicada do estudo, foi operacionalizado com variáveis contínuas já tradicionais nesse campo: a lucratividade foi indicada pelo retorno sobre ativos (ROA), que é o retorno percentual obtido pelo capital investido em ativos na empresa; a eficiência operacional foi indicada pelo retorno sobre vendas (ROS), que é o retorno percentual obtido em relação às vendas; além de crescimento da receita

em vendas, que foi calculado pela razão entre as vendas de um ano em relação ao ano anterior; a participação de mercado que indica a receita da empresa em relação a outras empresas do seu setor; e Q de Tobin, que é a razão entre o valor de mercado de uma empresa e o valor dos seus ativos, indicando se as ações da empresa estão valorizadas ($Q \geq 1$) ou desvalorizadas ($Q \leq 1$).

Apenas para as empresas que possuíam atividade exportadora, o desempenho financeiro incluiu as vendas exportadas. Para isso, utilizou-se a faixa de exportação da empresa, de acordo com os valores disponibilizados no website do MDIC, uma vez que os valores individuais de exportação não são disponibilizados em fontes de dados públicos. As faixas de exportação são apresentadas em valores de exportação *Free on Board* [FOB], uma expressão em inglês para livre a bordo e significa que o exportador é responsável por entregar a mercadoria já desembaraçada no meio de transporte selecionado pelo importador. Para facilitar a análise estatística, os códigos originais referentes às faixas de exportação foram invertidos na pesquisa. Enquanto que, nos dados disponibilizados pelo MDIC, a maior faixa de exportação, acima de US\$100 milhões, é a faixa 1, no estudo essa faixa tornou-se a faixa 6. Para facilitar o entendimento da operacionalização de todas as variáveis explicativas e explicadas, as informações foram agrupadas na Tabela 1.

Tabela 1
Operacionalização das variáveis

Variáveis	Operacionalização
Atividade exportadora	0 - Empresas sem exportações registradas no SISCOMEX naquele ano 1 - Empresas com exportação registradas no SISCOMEX naquele ano
Presença de subsidiária no exterior	0 - Empresas sem evidência de subsidiária no exterior naquele ano 1 - Empresas com evidência de subsidiária no exterior naquele ano
Atividades da subsidiária	
Pesquisa & Desenvolvimento	0 - Empresas sem evidência de atividade de P&D em subsidiária no exterior naquele ano 1 - Empresas com evidência de atividade de P&D em subsidiária no exterior naquele ano
Fabricação/Produção	0 - Empresas sem evidência de atividade de fabricação/produção em subsidiária no exterior naquele ano 1 - Empresas com evidência de atividade de fabricação/produção em subsidiária no exterior naquele ano
Vendas	0 - Empresas sem evidência de atividade de vendas em subsidiária no exterior naquele ano 1 - Empresas com evidência de atividade de vendas em subsidiária no exterior naquele ano

Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	Somatório da quantidade de elementos de declaração no website da empresa que se referem ao país de origem Brasil – escala 0 a 5
Uso de idioma Português	0 - Empresa faz uso de idioma estrangeiro 1 - Empresa faz uso de idioma apenas em Português
Uso do endereço .BR	0 - Empresa não faz uso do “.br” no endereço do seu website 1 - Empresa faz uso do “.br” no endereço do seu website
Uso de ícone/figura/cores com referência ao Brasil	0 - Empresa não faz uso de ícone/figura/cores que façam referência ao Brasil no seu website 1 - Empresa faz uso de ícone/figura/cores que façam referência ao Brasil no seu website
Uso de slogan com referência ao Brasil	0 - Empresa não faz uso de slogan que faça referência ao Brasil no seu website 1 - Empresa faz uso de slogan que faça referência ao Brasil no seu website
Uso de texto com referência à sua origem brasileira	0 - Empresa não faz uso de texto que faça referência à sua origem brasileira no seu website 1 - Empresa faz uso de texto que faça referência à sua origem brasileira no seu website
Desempenho Financeiro	
Crescimento da receita em vendas	$(\text{Receita em vendas}_T / \text{Receita em vendas}_{T-1}) - 1$
Participação de mercado (em %)	$\text{Receita em vendas da empresa}_T / \text{Receita em vendas do setor}^1_T$
Q de Tobin	$(\text{Valor de mercado}^2 + \text{dívida bruta}) / \text{ativo total}$
Retorno sobre o ativo (ROA)	Lucro líquido/ativo total
Retorno sobre vendas (ROS)	Lucro líquido/receita em vendas
Vendas exportadas ³	(Valores em US\$ FOB)
0	Não exporta
1	Até US\$ 1 milhão
2	Entre US\$ 1 milhão e US\$ 5 milhões
3	Entre US\$ 5 milhões e US\$ 10 milhões
4	Entre US\$ 10 e US\$ 50 milhões
5	Entre US\$ 50 e US\$ 100 milhões
6	Acima de US\$ 100 milhões

Nota. ¹ A receita do setor foi calculada pela soma das receitas de todas as empresas da amostra (incluindo subsidiárias de multinacionais estrangeiras) de acordo com a classificação setorial da base de dados da consultoria Economatica.

² Valor mercado da empresa é calculado pelo total de ações ordinárias multiplicado pela cotação da ação não ajustada por proventos.

³ As vendas exportadas são variáveis exclusivas das empresas que apresentaram atividade exportadora.

Fonte: Dados da pesquisa, MDIC, 2016.

3.4 Análise dos dados

A apuração dos dados da amostra iniciou-se com a realização de uma análise descritiva da amostra e das variáveis do modelo, identificando média, desvio padrão, frequência e porcentagem, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2
Análise descritiva dos dados

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Frequência	Porcentagem
Empresa brasileira com atividade exportadora em pelo menos um dos anos analisados			116	55,91%
Empresa brasileira com presença de subsidiária no exterior			72	32,73%
Empresa brasileira com subsidiária no exterior – P&D em pelo menos um dos anos analisados			13	5,91%
Empresa brasileira com subsidiária no exterior – fabricação/produção em pelo menos um dos anos analisados			39	17,73%
Empresa brasileira com subsidiária no exterior – vendas em pelo menos um dos anos analisados			67	30,45%
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	2,23	0,71		
Crescimento da receita em vendas	0,48	9,53		
Participação de mercado (em %)	9,76	17,99		
Q de Tobin	14,25	621,30		
Retorno sobre ativos (ROA)	-21,50	666,07		
Retorno sobre as vendas (ROS)	0,04	20,05		

A estatística descritiva indicou que mais da metade das empresas da amostra (55,91%) exportaram uma ou mais vezes ao longo dos anos observados (2001-2016). Notou-se ainda que 72 empresas da amostra possuem evidência de subsidiária no exterior em um ou mais anos do período analisado. Entre essas, as atividades mais realizadas no exterior são vendas, com 67 empresas, fabricação/produção, com 39 empresas e atividade de P&D, com 13 empresas.

A estatística descritiva das variáveis indica que os desvios padrões são muito altos em relação às médias de todas as variáveis de desempenho financeiro, revelando que a amostra não é homogênea. Existiram empresas na amostra que estão em processo de recuperação judicial (OGX Petróleo e Gás – Dommo Energia, IGB Eletrônica – Gradiente) e outras que são de setores muito novos, ainda em fase de captação de investimentos para desenvolvimento de plataformas tecnológicas, como empresas de saúde e biotecnologia. Essa heterogeneidade revela que apenas a estatística descritiva não é suficiente para descrever a amostra que está sendo trabalhada.

Além disso, nota-se que apesar de as empresas apresentarem crescimento da receita em vendas, com média anual de 0,48, a média do retorno sobre ativos (ROA) é negativa em -21,5, com um desvio padrão de 666,07. Tais valores sugerem que, em média, as empresas vendem 48% a mais a cada ano, mas apresentam prejuízos de 21,5%. Por outro lado, o Q de Tobin

médio de 14,35% indica que seu valor de mercado é maior do que o valor dos seus ativos. No entanto, como os desvios padrão do Q de Tobin (621,30) e do ROA são muito altos, a análise longitudinal por empresa com o uso de regressão com dados em painel de empresa é mais apropriada para a análise dos resultados.

Assim, após a exclusão das empresas da amostra que não possuíam dados suficientes (mais de três anos de dados) para avaliar seu desempenho financeiro, foram realizadas duas análises de regressão de dados em painel fixo de empresas. A primeira apresenta o impacto das variáveis explicativas (presença de subsidiária no exterior, grau de declaração do posicionamento do país de origem e a atividade exportadora) no momento T sobre o desempenho financeiro (vendas exportação, crescimento da receita em vendas, participação de mercado, Q de Tobin, retorno sobre ativos e retorno sobre vendas) de todas as empresas da amostra válida no momento T+1.

A segunda análise investigou o impacto das variáveis explicativas no momento T sobre cada variável explicada do desempenho financeiro no momento T+1. Essa análise foi realizada em extratos da amostra classificados em quatro grupos de atuação internacional que se formaram a partir dos critérios de atividade de exportação e presença de subsidiária no exterior, formando uma matriz 2x2, conforme apresentada na Figura 5.

	Exportadora	Não exportadora
Com subsidiária no exterior	EXPSUB - Exporta e possui subsidiária no exterior (53 empresas)	NEXPSUB - Não exporta e possui subsidiária no exterior (34 empresas)
Sem subsidiária no exterior	EXPNSUB - Exporta e não possui subsidiária no exterior (82 empresas)	NEXPNSUB - Não exporta e não possui subsidiária no exterior (128 empresas)

Figura 5. Grupos de atuação internacional

Nota-se que a soma dos grupos de empresas supera o tamanho da amostra. Isso acontece porque as empresas são analisadas ao longo de 16 anos e podem ser classificadas em mais de um grupo, a depender da sua atuação internacional ao longo do período analisado. Além disso, o grupo NEXNSUB não possui atuação internacional.

4 Resultados

Nesta seção, são apresentados os resultados de impacto das variáveis explicativas (presença de subsidiária no exterior, grau de declaração do posicionamento do país de origem e a atividade exportadora) sobre o desempenho financeiro (vendas exportadas $T+1$, crescimento da receita em vendas $T+1$, participação de mercado $T+1$, Q de Tobin $T+1$, retorno sobre ativo $T+1$ e retorno sobre vendas $T+1$). As análises apresentadas na seção 4.1 referem-se a todas as empresas brasileiras da amostra que possuam pelo menos três anos de dados válidos. Na seção 4.2, os dados se referem aos grupos de atuação internacional apresentados na Figura 5 (EXPSUB, NEXPSUB, EXPNSUB, NEXPNSUB).

4.1 Efeitos da atividade exportadora, presença de subsidiária no exterior e grau de declaração do posicionamento do país de origem sobre o desempenho financeiro

Os efeitos das variáveis explicativas sobre o desempenho financeiro foram mais bem ajustados para a participação de mercado $T+1$ (R^2 médio = 91,28%), vendas exportação $T+1$ (R^2 médio = 89,2%) e Q de Tobin $T+1$ (R^2 médio = 43,65%), respectivamente. Nota-se que os efeitos das variáveis explicativas sobre o desempenho financeiro foram significativos nas vendas exportadas $T+1$, na participação de mercado $T+1$ e no Q de Tobin $T+1$.

Nas Tabelas 3 e 4 é possível averiguar o desempenho financeiro de todas as empresas válidas na amostra. Percebe-se que a atividade exportadora gera efeito positivo e significativo apenas sobre as vendas exportadas $T+1$ ($B = 23,25$; $p \leq 0,01$). Assim, se a empresa exporta no ano corrente, aumentam as vendas exportadas no ano subsequente. Nas demais, não gera efeito significativo.

Além disso, empresa com subsidiária no exterior gera também efeito positivo e significativo em vendas exportadas $T+1$ ($B = 1,02$; $p \leq 0,05$) e na participação de mercado $T+1$ ($B = 0,30$; $p \leq 0,05$), mas gera também efeito negativo e significativo no Q de Tobin $T+1$ ($B = -0,49$; $p \leq 0,05$). Assim, se a empresa possui uma subsidiária no exterior no ano corrente, ela aumenta as vendas exportadas e a participação de mercado no ano subsequente, mas reduz seu incentivo para investir.

Tabela 3
Efeitos sobre desempenho financeiro relacionados às vendas

Variável explicativa ^a	Vendas exportadas _{T+1}		Crescimento da receita em vendas _{T+1}		Participação de mercado _{T+1}	
	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão
Intercepto	90,9*	6,1	17,56	16,0	-3,34*	0,2
Atividade exportadora	23,25*	2,9	-0,76	0,7	0,07	0,2
Presença de subsidiária no exterior	1,02**	0,9	0,48	0,6	0,30**	0,2
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	1,36	0,7	0,29	0,3	0,78*	0,1
R ² within	89,2% (nagelkerke)		16,09%		91,28%	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

O grau de declaração do posicionamento do país de origem no ano T, por sua vez, indica um incremento na participação de mercado _{T+1} e ($B = 0,78$; $p \leq 0,01$) e uma redução no Q de Tobin _{T+1} ($B = -0,21$; $p \leq 0,05$). Desse modo, quanto maior o grau de declaração do seu país de origem, mais ela aumenta sua participação de mercado _{T+1}, mas reduz Q de Tobin _{T+1}.

Tabela 4
Efeitos sobre o desempenho financeiro relacionados ao valor de mercado e lucro

Variável explicativa ^a	Q de Tobin _{T+1}		Retorno sobre o ativo _{T+1}		Retorno sobre as vendas _{T+1}	
	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão
Intercepto	0,15	0,7	-0,94	0,5	-5,44	1,4
Atividade exportadora	-0,28	0,2	-0,01	0,1	0,58	0,4
Presença de subsidiária no exterior	-0,49**	0,2	-0,31	0,3	-5,55	5,5
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	-0,21**	0,1	-0,10	0,2	-6,23	4,1
R ² within	43,65%		2,01%		7,25%	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

4.2 Comparação dos efeitos da atividade das subsidiárias no exterior e do grau de declaração do posicionamento o país de origem entre os grupos de atuação internacional

A seguir, são apresentados os efeitos do grau de declaração do posicionamento do país de origem e da atividade da subsidiária no exterior sobre cada variável explicada do

desempenho financeiro, de acordo com os grupos de atuação internacional identificados (NEXPNSUB, EXPNSUB, NEXPSUB e EXPSUB).

Os efeitos das variáveis explicativas (grau de declaração do posicionamento do país de origem e da atividade da subsidiária no exterior) sobre as vendas exportadas $T+1$ (Tabela 5) foram mais bem ajustados para o grupo de empresas que exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 91%).

Na Tabela 5, é possível averiguar o efeito sobre as vendas exportadas das empresas de acordo com seu grupo de atuação internacional. Percebe-se que o grau de declaração do posicionamento do país de origem gera efeito negativo e significativo apenas sobre as empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior ($B = -13,41$; $p \leq 0,01$). Assim, quanto mais elementos de declaração de sua origem brasileira a empresa apresentar em seu website, menor serão suas vendas exportadas no ano subsequente. Nos demais grupos de atuação internacional, não gera efeito significativo.

Por outro lado, a presença de subsidiária no exterior gera efeito positivo e significativo sobre as vendas exportadas quando realiza atividade de fabricação/produção ($B = 3,22$; $p \leq 0,05$) e quando realiza atividade de vendas ($B = 9,97$; $p \leq 0,01$). Assim, as empresas que possuem subsidiárias de fabricação/produção e vendas no ano corrente geram aumento nas vendas exportadas no ano subsequente. Já a atividade de P&D, apesar de gerar efeito negativo, não foi significativo.

Tabela 5
Efeitos sobre as vendas exportadas $T+1$

Grupos de atuação internacional:	Não exporta sem subsidiária		Exporta sem subsidiária		Não exporta com subsidiária		Exporta com subsidiária	
V. explicada: Vendas exportadas $T+1$	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão.	B	Erro Padrão
Intercepto	-	-	0,28*	0,5	-	-	-22,39*	7,5
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	-	-	-0,02	0,2	-	-	-13,41*	3,5
Atividade P&D	-	-	-	-	-	-	-4,92	2,7
Atividade Fabricação/Produção	-	-	-	-	-	-	3,22**	1,51
Atividade Vendas	-	-	-	-	-	-	9,97*	3,15
R^2 within	-		3,0% % (nagelkerke)		-		91,0% (nagelkerke)	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

Na Tabela 6 é possível averiguar o efeito sobre o crescimento da receita em vendas $T+1$ das empresas de acordo com seu grupo de atuação internacional. Os efeitos das variáveis explicativas (grau de declaração do posicionamento do país de origem e da atividade da subsidiária no exterior) sobre o crescimento da receita $T+1$ foram mais bem ajustados para o grupo de empresas que não exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 85,5%), para o grupo de empresas que exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 70,9%) e para o grupo de empresas que exporta sem subsidiárias no exterior (R^2 médio = 29,6%), respectivamente.

Percebe-se que o grau de declaração do posicionamento do país de origem gera efeito positivo e significativo apenas sobre as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior ($B = 0,21$; $p \leq 0,01$). Assim, quanto mais elementos de declaração de sua origem brasileira a empresa apresentar em seu website, maior será o crescimento da sua receita em vendas no ano subsequente. Nos demais grupos de atuação internacional, não gera efeito significativo.

Por outro lado, a presença de subsidiária no exterior que realiza atividade de fabricação/produção gera efeito negativo e significativo ($B = -0,34$; $p \leq 0,01$) sobre o crescimento da receita em vendas $T+1$ de empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior. Já a presença de subsidiária que realiza atividade de vendas, gera efeito positivo e significativo ($B = 0,18$; $p \leq 0,01$) no crescimento da receita em vendas $T+1$ das empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior. Por fim, a atividade de P&D não foi significativa para o crescimento da receita em vendas $T+1$ para as empresas com subsidiárias no exterior.

Tabela 6

Efeitos sobre o crescimento da receita em vendas $T+1$

Grupos de atuação internacional:	Não exporta sem subsidiária		Exporta sem subsidiária		Não exporta com subsidiária		Exporta com subsidiária	
	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão
V. explicada: Crescimento da receita em vendas $T+1$								
Intercepto	-0,31**	0,2	-1,07	0,1	-0,69*	0,1	-0,20*	0,2
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	-0,09	0,1	0,21*	0,1	-0,02	0,1	0,01	0,1
Atividade P&D	-	-	-	-	-0,13	0,2	-0,03	0,1
Atividade Fabricação/Produção	-	-	-	-	-0,34*	0,6	0,05	0,1
Atividade Vendas	-	-	-	-	0,06	0,1	0,18*	0,3
R^2 within	19,1%		29,6%		85,5%		70,9%	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

Na Tabela 7, é possível averiguar o efeito sobre a participação de mercado $T+1$ das empresas de acordo com seu grupo de atuação internacional. Os efeitos das variáveis explicativas (grau de declaração do posicionamento do país de origem e da atividade da subsidiária no exterior) sobre a participação de mercado $T+1$ foram bem ajustados para todos os grupos de atuação internacional, apresentando o menor R^2 médio = 92,8% para o grupo de empresas que não exporta e não possui subsidiária no exterior e o maior R^2 médio = 98% para as empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior.

Percebe-se que o grau de declaração do posicionamento do país de origem gera efeito significativo ($p \leq 0,01$) para todos os grupos de atuação internacional. No entanto, o efeito é positivo para as empresas que não exportam e não possuem subsidiária no exterior ($B = 0,85$) e para as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior ($B = 1,20$). Contudo, gera efeito negativo para as empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior ($B = -0,58$) bem como para as empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior ($B = -1,67$). Assim, quanto mais elementos de declaração de sua origem brasileira a empresa apresentar em seu website, maior será a participação de mercado no ano subsequente para as empresas que não possuem subsidiária no exterior e menor para as que possuem subsidiária no exterior.

Por outro lado, a presença de subsidiária no exterior que realiza atividade de fabricação/produção gera efeito negativo e significativo ($B = -4,06$; $p \leq 0,01$) sobre a participação de mercado $T+1$ de empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior. Já a presença de subsidiária que realiza atividade de vendas gera efeito positivo e significativo ($B = 8,54$; $p \leq 0,01$) na participação de mercado $T+1$ das empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior. Por fim, mais uma vez, a atividade de P&D não foi significativa para nenhum grupo de atuação internacional.

Tabela 7
Efeitos sobre a participação de mercado T_{+1}

Grupos de atuação internacional:	Não exporta sem subsidiária		Exporta sem subsidiária		Não exporta com subsidiária		Exporta com subsidiária	
V. explicada: Participação de mercado T_{+1}	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão
Intercepto	-15,68*	0,3	-16,99	0,4	-10,92*	0,8	-6,96*	0,6
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	0,85*	0,1	1,20*	0,1	-0,58*	0,2	-1,67*	0,2
Atividade P&D	-	-	-	-	-1,65	1,4	-0,16	0,1
Atividade Fabricação/Produção	-	-	-	-	-4,06*	0,4	0,10	0,2
Atividade Vendas	-	-	-	-	8,54*	0,4	0,08	0,1
R ² within	92,8%		96,8%		95,9%		98,0%	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

Na Tabela 8, é possível averiguar o efeito sobre o Q de Tobin T_{+1} das empresas de acordo com seu grupo de atuação internacional. Os efeitos das variáveis explicativas (grau de declaração do posicionamento do país de origem e da atividade da subsidiária no exterior) sobre o Q de Tobin T_{+1} foram mais bem ajustados para o grupo de empresas que não exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 84,3%), para o grupo de empresas que exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 63,1%), para o grupo de empresas que exporta sem subsidiárias no exterior (R^2 médio = 56,1%) e para o grupo de empresas que não exporta e não possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 38,1%), respectivamente.

Percebe-se que o grau de declaração do posicionamento do país de origem gera efeito positivo e significativo ($B = 0,22$; $p \leq 0,05$) apenas para as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior. Para os demais grupos de atuação internacional, o efeito é negativo e significativo ($p \leq 0,05$), apresentando $B = -0,37$ para as empresas que não exportam e não possuem subsidiária no exterior, $B = -0,86$ para as empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior, e $B = -0,67$ para as empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior. Assim, quanto mais elementos de declaração de sua origem brasileira a empresa apresentar em seu website no ano corrente, maior será seu Q de Tobin no ano subsequente para as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior e menor para as demais empresas.

Por outro lado, a presença de subsidiária no exterior que realiza atividade de vendas gera efeito positivo e significativo para as empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior ($B = 0,74$; $p \leq 0,01$) e para as empresas que exportam e possuem subsidiária no

exterior ($B = 0,40$; $p \leq 0,01$). Contudo, as empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior são negativamente impactadas pelas atividades de P&D ($B = -0,78$; $p \leq 0,05$) e pelas atividades de fabricação/produção ($B = 2,26$; $p \leq 0,01$). As exportadoras que possuem subsidiária no exterior não apresentaram efeito significativo nessas duas atividades (P&D e fabricação/vendas).

Tabela 8
Efeitos sobre o Q de Tobin $T+1$

Grupos de atuação internacional:	Não exporta sem subsidiária		Exporta sem subsidiária		Não exporta com subsidiária		Exporta com subsidiária	
V. explicada: Q de Tobin $T+1$	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão
Intercepto	1,57*	0,4	1,52*	0,1	3,73*	0,2	2,20*	0,4
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	-0,37*	0,1	0,22**	0,1	-0,86*	0,1	-0,67*	0,2
Atividade P&D	-	-	-	-	-0,78**	0,4	-0,32	0,2
Atividade Fabricação/Produção	-	-	-	-	-2,26*	0,3	-0,14	0,1
Atividade Vendas	-	-	-	-	0,74*	0,4	0,40*	0,1
R ² within	38,1%		56,1%		84,3%		63,1%	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

Na Tabela 9 é possível averiguar o efeito sobre o retorno sobre o ativo $T+1$ das empresas de acordo com seu grupo de atuação internacional. Os efeitos das variáveis explicativas (grau de declaração do posicionamento do país de origem e da atividade da subsidiária no exterior) sobre o retorno sobre o ativo $T+1$ foram mais bem ajustados para o grupo de empresas que não exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 50,6%), para o grupo de empresas que exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 42,5%) e para o grupo de empresas que exporta sem subsidiárias no exterior (R^2 médio = 19,5%), respectivamente.

Nota-se que o grau de declaração do posicionamento do país de origem gera efeito positivo e significativo ($B = 0,45$ $p \leq 0,01$) apenas para as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior. Para os demais grupos de atuação internacional, o efeito é negativo e significativo ($p \leq 0,01$), apresentando $B = -0,04$ para as empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior, e $B = -0,08$ para as empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior. Assim, quanto mais elementos de declaração de sua origem brasileira a empresa apresentar em seu website no ano corrente, maior será sua lucratividade no ano

subsequente para as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior e menor para as que possuem subsidiária no exterior.

Por outro lado, a presença de subsidiária no exterior que realiza atividade de vendas gera efeito positivo e significativo para as empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior ($B = 0,05$; $p \leq 0,05$). Assim, as empresas que exportam e possuem subsidiária que realiza atividades de vendas no ano corrente terão maior lucratividade no ano subsequente. Já a atividade de fabricação/produção apresenta efeito negativo e significativo ($B = -0,11$ $p \leq 0,01$) para as empresas que não exportam e possuem subsidiária no exterior. A atividade de P&D, apesar de negativo, não apresentou efeito significativo sobre as empresas.

Tabela 9
Efeitos sobre o retorno sobre o ativo T+1

Grupos de atuação internacional:	Não exporta sem subsidiária		Exporta sem subsidiária		Não exporta com subsidiária		Exporta com subsidiária	
V. explicada: Retorno sobre o ativo _{T+1}	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão
Intercepto	-0,02	0,4	-1,28*	0,1	-0,15*	0,1	0,21**	0,1
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	-0,05	0,1	0,45*	0,1	-0,04*	0,1	-0,08*	0,1
Atividade P&D	-	-	-	-	-0,02	0,1	-0,06	0,1
Atividade Fabricação/Produção	-	-	-	-	-0,11*	0,1	-0,05	0,1
Atividade Vendas	-	-	-	-	0,06	0,1	0,05**	0,1
R ² within	7,7%		19,5%		50,6%		42,5%	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

Na Tabela 10, é possível averiguar o efeito sobre o retorno sobre as vendas $T+1$ das empresas de acordo com seu grupo de atuação internacional. Os efeitos das variáveis explicativas (grau de declaração do posicionamento do país de origem e da atividade da subsidiária no exterior) sobre o retorno sobre as vendas $T+1$ foram bem ajustados para o grupo de empresas que exporta e possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 44,1%) e para o grupo de empresas que exporta e não possui subsidiária no exterior (R^2 médio = 38,9%).

Nota-se que a única variável explicativa que apresentou efeito sobre o retorno sobre as vendas foi o grau de declaração do posicionamento do país de origem. Seu impacto foi positivo e significativo ($B = 0,72$ $p \leq 0,01$) apenas para as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior. Para as empresas que exportam e possuem subsidiária no exterior, o efeito foi negativo e significativo ($B = -0,18$; $p \leq 0,05$). Assim, quanto mais elementos de

declaração de sua origem brasileira a empresa apresentar em seu website no ano corrente, maior será o retorno sobre as vendas no ano subsequente para as empresas que exportam e não possuem subsidiária no exterior e menor para as que exportam e possuem subsidiária no exterior. Não foi constatado efeito significativo sobre os demais grupos de atuação internacional.

Tabela 10
Efeitos sobre o retorno sobre as vendas T_{+1}

Grupos de atuação internacional:	Não exporta sem subsidiária		Exporta sem subsidiária		Não exporta com subsidiária		Exporta com subsidiária	
V. explicada: Retorno sobre as vendas T_{+1}	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão	B	Erro Padrão
Intercepto	58,24*	57,9	-4,42*	0,1	-2,63*	2,6	0,22	0,1
Grau de declaração do posicionamento do país de origem (Brasil)	-3,63	3,8	0,72*	0,1	1,31	1,3	-0,18**	0,1
Atividade P&D	-	-	-	-	1,23	2,4	-0,17	0,1
Atividade Fabricação/Produção	-	-	-	-	2,9	1,3	-0,06	0,1
Atividade Vendas	-	-	-	-	-3,9	2,6	0,05	0,1
R ² within	15,5%		38,9%		53,8%		44,1%	

* $p \leq 0,01$; ** $p \leq 0,05$

^a Foram controlados os efeitos do ano, setor e empresa. Esses dados não são demonstrados na tabela devido à parcimônia.

5 Discussão

Os resultados revelam que as empresas brasileiras com atuação internacional, seja via exportação, seja via e abertura de subsidiárias no exterior, apresentam melhoria em alguns dos indicadores de desempenho financeiro. Por outro lado, o alto grau de declaração do posicionamento do país de origem apresenta impactos divergentes a depender do grupo de atuação internacional. Desse modo, os resultados estão alinhados com os estudos nacionais que associam a internacionalização de empresas brasileiras à melhoria do desempenho financeiro (Barakat *et al.*, 2011) e com aqueles que sugerem que a imagem Brasil pode não contribuir para um efeito país de origem positivo para os negócios (Giraldi *et al.*, 2008).

Ao atuar internacionalmente, as empresas buscam benefícios da internacionalização como acesso a mercados mais lucrativos, aumento das vendas e ganho de competitividade (Silva, Crespam, & Scherer, 2013), benefícios estes coerentes com os achados da pesquisa. Sem a segmentação da amostra em grupos de atuação internacional, tanto a atividade exportadora

quanto a presença de subsidiária no exterior geraram aumento nas vendas exportadas. Além do mais, a presença de subsidiária no exterior impactou positivamente também a competitividade das empresas, uma vez que se identificou aumento na participação de mercado doméstico, similar ao achado de Barcellos *et al.* (2010), em que as empresas com maior grau de internacionalização possuem uma maior percepção de fortalecimento da posição competitiva. Por outro lado, não foi possível averiguar impacto sobre a lucratividade, pois os resultados não foram significativos para o ROA.

Além disso, ao inserirem-se em cadeias de valor globais, as empresas buscam melhorar sua eficiência ao reestruturar suas operações internacionais, localizando as atividades da cadeia de valor em diferentes países (OCDE, 2015). De acordo com a pesquisa, entre as atividades da cadeia de valor analisadas, as vendas na subsidiária internacional foi a que impactou positivamente a maior quantidade de indicadores de desempenho financeiro. Essas empresas apresentaram melhoria nas vendas exportadas, crescimento da receita, aumento na participação de mercado, melhoria no Q de Tobin e no ROA.

Contudo, a atividade de fabricação/produção melhorou o indicador das vendas exportadas, mas piorou outros indicadores, como crescimento da receita, participação de mercado, Q de Tobin e ROA. Por fim, a atividade de P&D impactou negativamente o Q de Tobin. Assim, entre as opções analisadas, a estratégia internacional que causa o melhor impacto no desempenho financeiro das empresas brasileiras é a abertura de uma subsidiária no exterior para fomentar as atividades de vendas.

O aumento das vendas exportadas por meio da abertura de uma subsidiária de fabricação/produção corrobora uma quebra de conceitos sobre a internacionalização de empresas no Brasil. Ao contrário do que o pensamento mais simples pode sugerir, ao abrir uma subsidiária produtiva fora, a empresa não reduz suas exportações; pelo contrário, a pesquisa indica que há o aumento das suas exportações, pois se faz uma alocação mais racional de recursos e atividades. Alinhado com as estratégias de busca de eficiência de Dunning e Lundan (2008), a produção em diferentes países e culturas gera nas empresas experiência de aprendizado que dão a elas oportunidades de arbitrar custos e preços em todas as trocas, além daquelas específicas da exportação de produtos.

Por outro lado, os investimentos em ativos atrelados às atividades de P&D e fabricação/produção no exterior pode impactar negativamente o Q de Tobin e o ROA das

empresas por aumentar o ativo das empresas envolvido em atividades que trazem retorno no médio e longo prazo e não em prazos mais curtos, como no caso das atividades de vendas. A empresa que investe em subsidiárias de P&D ou fabricação/produção precisa antecipar em vários anos o investimento. Assim, talvez seja possível observar a melhoria do desempenho da empresa não em T+1, mas com defasagens maiores de T+3 ou T+5.

A busca pelo lucro e pelo crescimento das vendas, bem como por manter-se competitiva, buscar a diversificação como forma de ganho de estabilidade e o uso de capacidade produtiva ociosa são desejos apontados por empresas exportadoras (Cavusgil, 1984). Assim como identificado na pesquisa, as empresas da amostra são mais engajadas na atividade exportadora e na atividade de vendas por meio da subsidiária internacional.

A atividade de vendas foi a atividade mais realizada pelas subsidiárias de multinacionais brasileiras, seguida das atividades de fabricação/produção e P&D, respectivamente, assim como sugerido por Dunning e Lundan (2008), em que as empresas adotam estratégias de internacionalização com maior foco no acesso ao mercado do que no acesso a recursos e ativos estratégicos e no ganho de eficiência de sua cadeia de valor global. A maior parte das empresas da amostra está dedicada a atividades comerciais, que atendem ao objetivo estratégico de busca de eficiência nas operações existentes, e poucas empresas possuem subsidiárias que exercem atividades de P&D, não se dedicando a aprendizagem e adaptação da inovação.

O país de origem de um produto é um importante elemento de marketing que pode influenciar a percepção e o comportamento dos consumidores (Pappu *et al.*, 2006). No entanto, essa influência só acontece quando os consumidores sabem ou atribuem um determinado país de origem à empresa. Assim, as empresas buscam comunicar o seu país de origem por meio de formas diferentes (Aichner, 2013). Contudo, o efeito país-de-origem será positivo para a empresa apenas quando a imagem do país for positiva.

Nesse sentido, a pesquisa deu indícios de que a imagem do Brasil não é muito positiva para os negócios internacionais. Um maior grau de declaração do país de origem gerou impacto negativo em todos os indicadores de desempenho das empresas que possuem subsidiárias no exterior. Por outro lado, gerou efeito positivo para aquelas que apenas exportam sem subsidiárias no exterior. O efeito país-de-origem apresenta resultados distintos, pois é moderado pelos setores de cada produto, podendo haver distinção entre negócios voltados para empresas (*business to business*) e negócios voltados para consumidores (*business to consumers*) Isso

pode ser observado nos achados de estudos nacionais, como na pesquisa de Giraldi, Machado e Carvalho (2008), que confirmou a hipótese de que o efeito país-de-origem para calçados brasileiros seria negativo, e na pesquisa de Paterlini *et al.* (2012), que identificou percepção positiva no uso de elementos de comunicação do Brasil e da biodiversidade brasileira para identificar seus produtos.

Os resultados da pesquisa sugerem que a imagem que os compradores internacionais têm do Brasil não favorece os negócios das empresas com maior atuação internacional. Assim, a solução imediatista para essas empresas seria o desenvolvimento de uma comunicação mais global, não enfatizando seu país de origem no seu website a fim de obterem melhoria no seu desempenho financeiro. Contudo, uma reflexão mais ampla sobre o tema pode sugerir exatamente o contrário. Uma vez que a atitude em relação a um país pode se alterar com o tempo (Bilkey & Nes, 1982), além de campanhas de Imagem País promovidas ou coordenadas por instituições governamentais, as empresas brasileiras mais internacionalizadas seriam porta-vozes de um Brasil competitivo internacionalmente que é desconhecido até pelos brasileiros. Seria uma vitrine de setores que não são reconhecidos pelo imaginário de consumidores estrangeiros, permitindo associações mais positivas em relação aos produtos brasileiros e trazendo mais benefícios do país de origem Brasil a longo prazo. Para Paterlini, *et al.* (2012), uma imagem positiva do país poderia aumentar significativamente as vendas no exterior através do apelo da ‘brasilidade’.

6 Considerações Finais

O objetivo deste trabalho foi investigar o efeito da atuação internacional e do posicionamento do país de origem sobre o desempenho financeiro de empresas brasileiras. De modo geral, os resultados apontam que, em cada estágio do processo de internacionalização, as variáveis analisadas geram efeitos distintos sobre as empresas. As empresas em estágios de internacionalização mais avançados, com a presença de subsidiárias comerciais no exterior, geram melhoria nos indicadores de desempenho analisados e um alto grau de declaração do posicionamento do país de origem leva a uma piora nos resultados das empresas que possuem subsidiárias no exterior.

A pesquisa sugere que empresas brasileiras que pretendem utilizar a internacionalização como uma estratégia de melhora dos seus indicadores de desempenho financeiro, devem: (a)

considerar não apenas a exportação, mas também a abertura de subsidiária no exterior; (b) estabelecer subsidiárias de vendas no exterior; (c) reforçar a comunicação de país de origem apenas para as empresas exportadoras sem subsidiárias no exterior; e (d) evitar a comunicação do seu país de origem, caso possua subsidiária no exterior, a fim de preservar seu desempenho financeiro; (e) atentar-se aos efeitos negativos da abertura de subsidiária de fabricação/produção no exterior sobre alguns indicadores de desempenho financeiro.

Este estudo traz novas perspectivas para as escolhas estratégicas dos executivos encarregados pela internacionalização de empresas e sua comunicação internacional, bem como contribui para o desenvolvimento de políticas públicas que estimulem de modo específico a inserção de empresas brasileiras no mercado global por meio da abertura de subsidiárias. Ainda que não haja políticas públicas coerentes para o incentivo da internacionalização (Veiga e Rios, 2015), a inserção de empresas brasileiras no mercado internacional tem se tornado uma pauta cada vez mais relevante no Governo Federal.

Ainda sobre políticas públicas, um questionamento que permanece é se o aumento das exportações atreladas às subsidiárias com atividade de fabricação/produção no exterior é de maior ou menor valor agregado, com mais ou menos intensidade tecnológica. Essa análise só poderia ser feita se os dados de exportação das empresas incluíssem as informações sobre os itens exportados por cada empresa ao longo dos anos. Esses dados são acessíveis pelos órgãos de governo que poderiam replicar essa análise com um nível maior de detalhe dos dados, subsidiando de maneira mais embasada políticas não só de promoção das exportações, mas dos negócios internacionais das empresas brasileiras.

Além disso, o estudo lança um novo ponto de vista metodológico sobre a pesquisa em internacionalização de empresas brasileiras ao realizar uma análise longitudinal com dezesseis anos de dados e a utilização exclusiva de dados secundários disponibilizados na internet. Outra característica desse método foi a utilização de um painel fixo de empresas, em que as análises foram desenvolvidas para cada empresa ao longo do tempo, permitindo reflexões sobre o impacto da atuação internacional sobre o desempenho das empresas. Contudo, em função do prazo de maturação de alguns investimentos, as análises relacionadas às subsidiárias com atividades de P&D e fabricação/produção talvez deveriam usar defasagens maiores, T+3 e T+5, a fim de analisarem o real impacto da subsidiária no desempenho financeiro da empresa.

Apesar da quantidade de dados de desempenho disponibilizados na consultoria Economatica e de exportação, no site do MDIC, ainda faltam bases de dados públicas sobre a internacionalização de empresas brasileiras. Notam-se a falta de acesso aos dados de exportação das empresas de serviços, dados que poderiam ser disponibilizados pelo SISCOMEX, e a falta de acesso aos dados sobre os capitais brasileiros no exterior, que são de declaração obrigatória ao Banco Central do Brasil, mas que são disponibilizados apenas de maneira muito agregada, impedindo análises mais sofisticadas.

Limitações deste trabalho referem-se à identificação dos elementos de declaração no website das empresas. A pesquisa foi realizada apenas em um ano e teve seus dados replicados para todos os anos da amostra para viabilizar a análise. Além disso, variáveis do contexto macroeconômico que interferem diretamente no desempenho de empresas com atuação internacional, como a variação cambial e o Produto Interno Bruto [PIB], não foram considerados nessa pesquisa.

A pesquisa permitiu o levantamento de uma base de dados tão rica que suscitou uma vasta agenda de pesquisa. Inicialmente, sugere-se a realização de uma análise setorial da amostra analisada a fim de identificar se há diferenças substantivas entre os setores que impactem o desempenho das empresas. Sugere-se ainda a utilização de diferentes defasagens temporais a fim de identificar o impacto de investimentos que levam maior tempo de maturação, como as atividades de fabricação/produção e P&D. Deve-se analisar também as exportações não apenas em faixas longas e desiguais, como as disponibilizadas nos bancos de dados do MDIC, mas em variáveis contínuas e que permitam um cruzamento com os produtos exportados, a fim de identificar se as atividades das subsidiárias impactam em exportações com maior ou menor valor agregado.

A fim de entender melhor a atuação internacional das empresas, sugere-se a realização de uma pesquisa exploratória por meio de estudos de caso com empresas de todos os grupos de atuação internacional (Figura 5) a fim de identificar elementos da decisão estratégica das empresas que estimularam a sua internacionalização e dos impactos no seu desempenho. Sugere-se ainda a realização de experimento com compradores internacionais para avaliar o website das empresas em processo de internacionalização a fim de explorar melhor as nuances do impacto da comunicação do país de origem sobre a percepção e intenção de compra.

Referências

- Adina, C., Gabriela, C., & Roxana-Denisa, S. (2015). Country-of-Origin Effects on Perceived Brand Positioning. *Procedia Economics and Finance*, 23, 422-427. DOI: 10.1016/S2212-5671(15)00383-4
- Agência Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos (2017). *Pesquisa sobre Internacionalização de Empresas no âmbito de Plano Nacional de Exportações*. Recuperado em 12 janeiro, 2018, de <http://arq.apexbrasil.com.br/midiasocial/PesquisaApex-BrasilsobreInternacionaliza%C3%A7%C3%A3odeEmpresas2017.pdf>
- Aichner, T. (2013). Country-of-origin marketing: A list of typical strategies with examples. *Journal of Brand Management*, 21(1), 81-93. DOI: 10.1057/bm.2013.24
- Almeida, F. C. de, & Drouvot, H. (2009). O efeito do país de origem de produtos na percepção de executivos franceses e brasileiros. *Gestão & Regionalidade*, 25(73), 48–68.
- Atsumi, S. Y. K., Villela, L. E., & Freitas, J. A. S. B. (2007). Estratégias de internacionalização de empresas brasileiras: o processo de investimento externo direto. *III Encontro de Estudos em Estratégia*, São Paulo.
- AYROSA, E. A. (1998). Imagem de país: uma escala para avaliar atitudes relativas a países. *Revista Universidade Rural: Série Ciências Humanas*, Rio de Janeiro, 22(1), 9-18.
- Azar, G., & Droegendijk, R. (2014). Psychic distance, innovation, and firm performance. *Management International Review*, 54(5), 581-613. DOI: 10.1007/s11575-014-0219-2
- Banco Central do Brasil (2017). *Sistema gerenciador de series temporais*. Recuperado em 19 junho, 2017, de <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=getPagina>.
- Barakat, L., Cretoiu, S. L., & Ramsey, J. R. (2011). UNCTAD's degree of internationalization and its effect on subjective and objective performance: evidences from Brazilian TNCs. *XXXV Enanpad*, Rio de Janeiro.
- Barcellos, E. P., Cyrino, A. B., Oliveira, M. M. O., Jr. & Fleury, M. T. L. (2010). Does internationalization pay off? A study of the perceived benefits and financial performance of the international operations of Brazilian companies. *Journal Globalization, Competitiveness & Governability*. 4(3), 38-61. DOI: 10.3232/GCG.2010.V4.N3.03
- Bartlett, C., & Ghoshal, S. (1986). Tap your subsidiaries for global reach. *Harvard business review*, 64(6), 87-94.
- Bilkey, W. J., & Nes, E. (1982). Country-of-origin effects on product evaluations. *Journal of International Business Studies*, 13(1), 89-100. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490539

- Birkinshaw, J. M., & Morrison, A. J. (1995). Configurations of strategy and structure in subsidiaries of multinational corporations. *Journal of international business studies*, 26(4), 729-753. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490818
- Brodowsky, G. H., Tan, J., & Meilich, O. (2004). Managing country-of-origin choices: competitive advantages and opportunities. *International Business Review*, 13(6), 729-748. DOI: 10.1016/j.ibusrev.2004.09.007
- Carneiro, J., Dib, L. A. (2007). Avaliação comparativa do escopo descritivo e explanatório dos principais modelos de internacionalização de empresas. *INTERNEXT – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, São Paulo, 2(1), 1-25. DOI: 10.18568/1980-4865.211-25
- Cavusgil, S. T. (1984). Differences among exporting firms based on their degree of internationalization. *Journal of Business Research*, 2(12), 195-208. DOI: 10.1016/0148-2963(84)90006-7
- Cavusgil, S. T., & Zou, S. (1994). Marketing strategy-performance relationship: an investigation of the empirical link in export market ventures. *The Journal of Marketing*, 58(1), 1-21. DOI: 10.2307/1252247
- Ceribeli, H. B., & de Souza, N. B. Z. (2016). Imagem do Brasil e atitudes dos consumidores sul-africanos. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 10(1), 50-61. DOI: 10.12712/rpca.v10i1.694
- Conconi, P., Sapir, A., & Zanardi, M. (2016). The internationalization process of firms: from exports to FDI. *Journal of International Economics*, 99, 16-30. DOI: 10.1016/j.jinteco.2015.12.004.
- Confederação Nacional da Indústria (2017). *Empresómetro*. Recuperado em 16 maio, 2017, de <http://empresometro.cnc.org.br/estatisticas>
- Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (2015). *The world's top non-financial MNEs, ranked by foreign asset, 2015*. Recuperado em 16 maio, 2017, de <http://unctad.org/SearchCenter/Pages/results.aspx?k=transnationality%20Index%202015>
- Contractor, F. J., Kundu, S. K., & Hsu, C-C. (2003). A three-stage theory of international expansion: the link between multinationality and performance in the service sector. *Journal of International Business Studies*, Palgrave Macmillan Ltd. 34, 5–18. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8400003.
- Cuervo-Cazurra, A., Narula, R., & Un, C. A. (2015). Internationalization motives: sell more, buy better, upgrade and escape. *The Multinational Business Review*, 23(1), 25-35. DOI: 10.1108/MBR-02-2015-0009
- Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais da Organização das Nações Unidas (2017). *UN COMTRADE database*. Recuperado em 16 maio, 2017, de <http://comtrade.un.org>

- Dörrenbächer, C. (2000). Measuring corporate internationalisation: a review of measurement concepts and their use. *Intereconomics*, 35(3), 119-126 DOI: 10.1007/BF02927197
- Dunning, J. H. (1980). Towards an eclectic theory of international production: some empirical tests. *Journal of International Business Studies*, 11(1), 9-31. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490593
- Dunning, J. H., & Lundan, S. M. (2008). *Multinational enterprises and the global economy*. Edward Elgar Publishing. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8400426
- Escola Superior de Propaganda e Marketing. (2017). *Observatório de multinacionais brasileiras*. Recuperado em 16 maio, 2017, de <http://observatorio.espm.br/>
- Essoussi, L. H., & Merunka, D. (2007). Consumers' product evaluations in emerging markets: does country of design, country of manufacture, or brand image matter? *International Marketing Review*, 24(4), 409-426. DOI: 10.1108/02651330710760991
- Florek, M., Insch, A., & Gnoth, J. (2006). City council websites as a means of place brand identity communication. *Place Branding*, 2(4), 276-296. DOI: 10.1057/palgrave.pb.6000036
- Floriani, D. E., & Fleury, M. T. (2012). O efeito do grau de internacionalização nas competências internacionais e no desempenho financeiro da PME brasileira. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(3), 438-458.
- Fundação Dom Cabral (2016). *Ranking das Multinacionais Brasileiras 2016*. Recuperado em 16 maio, 2017, de https://www.fdc.org.br/professoresepesquisa/nucleos/Documents/negocios_internacionais/2016/Ranking_FDC_Multinacionais_Brasileiras_2016.pdf.
- Geringer, J. M., Beamish, P. W., & DaCosta, R. C. (1989). Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance. *Strategic Management Journal*, 10(2), 109-119. DOI: 10.1002/smj.4250100202
- Ghoshal, S. (1987). Global strategy: An organizing framework. *Strategic management journal*, 8(5), 425-440. DOI: 10.1002/smj.4250080503
- Ghoshal, S., & Bartlett, C. A. (1990). The multinational corporation as an interorganizational network. *Academy of management review*, 15(4), 603-626. DOI: 10.5465/AMR.1990.4310825
- Giraldi, J. de M. E., Machado Neto, A. J. M., & Carvalho, D. T. de. (2008). Efeito país de origem para calçados brasileiros. *Revista Alcance*, 15(1), 23-41. DOI: 10.14210/alcance.v15n1.p23-42
- Giraldi, J., & de Carvalho, D. (2005). O uso da informação sobre o país de origem de produtos brasileiros como fonte de vantagem competitiva nos mercados externos. *Revista de Administração Mackenzie*, 6(1), 129-156.

- Giraldi, J., & Carvalho, D. (2009). A imagem do Brasil no exterior e sua influência nas intenções de compra. *Revista de Administração Contemporânea - RAC Eletrônica*, 3(2), 22–40.
- Hamel, G., & Prahalad, C. K. (1985). Do you really have a global strategy? *Thunderbird International Business Review*, 27(3), 13-14. DOI: 10.1002/tie.5060270306
- Hiratuka, C., & De Negri, F. (2003). Padrões regionais de comércio exterior brasileiro: qual a influência da origem do capital?. *XXXI Encontro Nacional de Economia – ANPEC*.
- Honório, L. (2009). Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*. São Paulo, 49(2), 162-175. DOI: 10.1590/S0034-75902009000200004
- Hout, T., Porter, M. E., & Rudden, E. (1982). How global companies win out. *Harvard Business Review*, Set-Out, 98-108.
- Instrução Normativa RFB Nº 1037, de 4 de junho de 2010* (2010). Relaciona países ou dependências com tributação favorecida e regimes fiscais privilegiados. Brasília. 2010. Recuperado em 16 maio, 2017, de <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=16002>.
- Johanson, J., Vahlne, J (1977). The internationalization process of the firm: a model of knowledge development and increasing market commitment. *Journal of International Business Studies*, 8, 23-32. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490676.
- Johanson, J., Vahlne, J. (2009). The Uppsala internationalization process model revisited: From liability of foreignness to liability of outsidership. *Journal of International Business Studies*, 40(9), 1411-1431. DOI: 10.1057/9781137508829_7
- Johanson, J., Wiedersheim-Paul, F. (1975). The internationalization of the firm: four Swedish cases. *Journal of Management Studies*, 12, 305-22. DOI: 10.1111/j.1467-6486.1975.tb00514.x.
- Klotzle, M.; Thomé, C. (2006). Fatores associados ao desempenho exportador de micros, pequenas e médias empresas brasileiras. *R. Adm.*, São Paulo, 41(3), 339-346.
- Knight, G. A., & Cavusgil, S. T. (2004). Innovation, organizational capabilities, and the born-global firm. *Journal of International Business Studies*, 35(2), 124-141. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8400071.
- Kumara, P. S., & Canhua, K. (2010). Perceptions of country of origin: An approach to identifying expectations of foreign products. *Journal of Brand Management*, 17(5), 343-353. DOI: 10.1057/bm.2009.28.

- Lages, L. F., Mata, J., & Griffith, D. A. (2013). Change in international market strategy as a reaction to performance decline. *Journal of Business Research*, 66(12), 2600-2611, DOI: 10.1016/j.jbusres.2012.05.018.
- Leonidou, L. C., Katsikeas, C. S., & Samiee, S. (2002). Marketing strategy determinants of export performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 55(1), 51-67. DOI: 10.1016/S0148-2963(00)00133-8.
- Magnusson, P., Westjohn, S. A., & Zdravkovic, S. (2011). “What? I thought Samsung was Japanese”: accurate or not, perceived country of origin matters. *International Marketing Review*, 28(5), 454-472. DOI: 10.1108/02651331111167589.
- Mais, I., & Amal, M. (2011). Determinantes do desempenho exportador com foco na inovação e no quadro institucional: o caso das empresas de Santa Catarina (Brasil). *V Encontro de Estudos em Estratégia*, Porto Alegre.
- Mais, I.; Carvalho, L. C., & Amal, M. (2014). Redes, inovação e desempenho exportador: uma abordagem institucional. *Revista de Administração Contemporânea*, 18(5), 551-576. DOI: 10.1590/1982-7849rac20141043.
- Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (MDIC) - www.mdic.gov.br.
- Ogasavara, M. H., & Masiero, G. (2009). Reviewing recent developments on research of internationalization of Brazilian firms. *XXXIII Enanpad*, São Paulo.
- Ogasavara, M. H., Masiero, G., Mota, M. O., & Correio, L. S. (2015) Research on Brazilian multinational enterprises: descriptive and predictive analyses. *INTERNEXT – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, 10(2), 64-81. DOI: 10.18568/1980-4865.10264-81.
- Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (2015). *Introduction to GVCs*. Recuperado em 16 maio, 2017, de <http://www.oecd.org/sti/ind/global-value-chains.htm>.
- Oviatt, B. M., & McDougall, P. P. (1994). Toward a theory of international new ventures. *Journal of international business studies*, 25(1), 45-64. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8400128
- Pappu, R., Quester, P. G., & Cooksey, R. W. (2006). Consumer-based brand equity and country-of-origin relationships: some empirical evidence. *European Journal of Marketing*, 40(5/6), 696-717. DOI: 10.1108/03090560610657903.
- Paterlini, M. A., Giraldi, J. D. M. E., & Amui, L. B. L. (2012). The use of the country of origin information in communication strategies used by Brazilian cosmetics-exporting enterprises in external markets. *Journal of Management Research*, 4(4), 310-333.
- Porter, Michael E. (1985). *Competitive advantage, creating and sustaining superior performance*. New York: The Free Press, Macmillan.

- Rugman, A., Verbeke, A., & Yuan, W. (2011). Re-conceptualizing Bartlett and Ghoshal's classification of national subsidiary roles in the multinational enterprise. *Journal of Management Studies*, 48(2), 253-277.
- Ruigrok, W., & Wagner, H. (2003). Internationalization and performance: An organizational learning perspective. *MIR: Management International Review*, 43(1), 63-83. <http://www.jstor.org/stable/40835634>
- Secretaria-Executiva da Câmara de Comércio Exterior (2009). *Termo de referência: internacionalização de empresas brasileiras*. Recuperado em 16 de maio, 2017, de http://investimentos.mdic.gov.br/portalmDIC////////arquivos/dwnl_1260377495.pdf.
- Silva, V. A., & Fleury, M. T. L., (2013). Iniciativa das subsidiárias de multinacionais brasileiras: proposta de uma tipologia. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*. 46, 5-21, DOI: 10.7819/rbgn.v15i46.1115.
- Silva, V. A., Crespam, C. C., & Scherer, F. L. (2013). Performance exportadora: uma análise da produção científica brasileira. *Internext - Revista Eletrônica de Negócios Internacionais da ESPM*, 8(2), 22-39. DOI: 10.18568/1980-4865.8222-39.
- Sullivan, D. (1994). Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of International Business Studies*, 25(2), 325-342. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490203.
- Veiga, P. M., & Rios, S. P., (2015). Inserção em cadeias globais de valor e políticas públicas: o caso do Brasil. Brasília, Rio de Janeiro: *Ipea*.
- Vianelli, D., & Marzano, F. C. (2012). L'effetto country of origin sull'intenzione d'acquisto del consumatore: una literature review, *Università Degli Studi Di Trieste*. Working Paper Series, N. 2.
- Yaprak, A., Xu, S., & Cavusgil. (2011). Effective global strategy implementation, structural and process choices facilitating global integration and coordination. *Management International Review* 51, 179–192. DOI 10.1007/s11575-011-0071-6.

Anexo A – Amostra de empresas da pesquisa

Razão Social	Setor Econômica	Nº Anos ^a	Subsidiária	P&D	Produção	Vendas
ADVANCED DIGITAL HEALTH MEDICINA PREVENTIVA S.A.	Comércio	9				
ALGAR TELECOM S/A	Telecomunicações	11	1			1
ALPARGATAS S.A.	Têxtil	17	1		1	1
ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	Siderur & Metalur	5	1		1	1
AMBEV S.A.	Alimentos e Beb	17	1		1	1
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	Têxtil	8	1	1		1
AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	Construção	17				
AZUL S.A.	Transporte Serviç	1				
B2W - COMPANHIA DIGITAL	Comércio	11	1			1
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	Máquinas Indust	17				
BAUMER S.A.	Outros	17	1		1	1
BICICLETAS MONARK S.A.	Veículos e peças	17				
BIOMM S.A.	Outros	15				
BOMBRIL S.A.	Química	17				
BR HOME CENTERS S.A.	Construção	3				
BRASIL PHARMA S.A.	Comércio	7				
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	Agro e Pesca	12				
BRASKEM S.A.	Química	17	1	1	1	1
BRF S.A.	Alimentos e Beb	17	1	1	1	1
BRQ SOLUCOES EM INFORMATICA S.A.	Software e Dados	3	1			1
CAMBUCI S.A.	Têxtil	17	1		1	1
CELULOSE IRANI S.A.	Papel e Celulose	17				
CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	Outros	2				
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Comércio	17				
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	Siderur & Metalur	17				
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	Têxtil	17				
CIA HERING	Têxtil	17				
CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	Têxtil	17				
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	Outros	7				
CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	Papel e Celulose	17				
CIA SIDERURGICA NACIONAL	Siderur & Metalur	17	1		1	
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	Têxtil	17	1		1	1
CIA TECIDOS SANTANENSE	Têxtil	17				

CINESYSTEM S.A.	Outros	2				
CONSERVAS ODERICH S.A.	Alimentos e Beb	17				
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	Construção	17				
CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.	Construção	17				
CONSTRUTORA TENDA S.A.	Construção	11				
CONTAX PARTICIPACOES S.A.	Outros	13	1		1	1
COSAN LIMITED	Alimentos e Beb	10				
COSAN LOGISTICA S.A.	Transporte Serviç	4				
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Alimentos e Beb	12	1		1	1
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	Construção	11				
CREMER S.A.	Outros	16				
CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	Química	17	1		1	1
CSU CARDSYSTEM S.A.	Outros	12				
CTC - CENTRO DE TECNOLOGIA CANAVIEIRA S.A.	Agro e Pesca	1				
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	Transporte Serviç	5	1			1
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	Construção	17				
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Outros	14				
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	Comércio	17				
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	Construção	11				
DOHLER S.A.	Têxtil	17				
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	Outros	17				
DURATEX S.A.	Outros	13	1		1	1
ELECTRO ACO ALTONA S.A.	Siderur & Metalur	17				
ELEKEIROZ S.A.	Química	17				
EMBRAER S.A.	Veículos e peças	17	1	1	1	1
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	Têxtil	17				
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Outros	10				
ETERNIT S.A.	Minerais não Met	17				
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Outros	17	1			1
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Construção	12				
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	Alimentos e Beb	17				
EZ TEC EMPREENDE. E PARTICIPACOES S.A.	Construção	11				
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Química	11				
FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL	Siderur & Metalur	17				

FIBRIA CELULOSE S.A.	Papel e Celulose	17	1			1
FLEURY S.A.	Outros	9				
FORJAS TAURUS S.A.	Siderur & Metalur	17	1		1	1
FORNO DE MINAS ALIMENTOS S.A.	Alimentos e Beb	3	1			1
FRAS-LE S.A.	Veículos e peças	17	1		1	1
GAEC EDUCAÇÃO S.A.	Outros	5				
GAFISA S.A.	Construção	17				
GERDAU S.A.	Siderur & Metalur	17	1	1	1	1
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Transporte Serviç	15	1			1
GPC PARTICIPACOES S.A.	Outros	17				
GRAZZIOTIN S.A.	Comércio	17				
GRENDENE S.A.	Têxtil	14	1			1
GUARARAPES CONFECÇOES S.A.	Têxtil	17	1		1	
HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Siderur & Metalur	17				
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Construção	13				
HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES	Siderur & Metalur	17				
HOTEIS OTHON S.A.	Outros	17	1			1
HYPERMARCAS S.A.	Outros	11				
IDEIASNET S.A.	Outros	17				
IGB ELETRÔNICA S/A	Eletroeletrônicos	17				
INDUSTRIAS ROMI S.A.	Máquinas Indust	17	1		1	1
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES	Outros	17				
INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	Outros	1				
IOCHPE MAXION S.A.	Veículos e peças	17	1		1	1
ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	Eletroeletrônicos	17	1			1
J. MACEDO S.A.	Alimentos e Beb	11				
JBS S.A.	Alimentos e Beb	13	1		1	1
JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	Outros	17				
JHSF PARTICIPACOES S.A.	Construção	11				
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	Construção	17				
JOSAPAR-JOAOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	Alimentos e Beb	17				
JSL S.A.	Transporte Serviç	17	1			1
KARSTEN S.A.	Têxtil	17	1			1
KEPLER WEBER S.A.	Siderur & Metalur	17				
KLABIN S.A.	Papel e Celulose	17	1		1	1
KROTON EDUCACIONAL S.A.	Outros	10				
LINX S.A.	Software e Dados	6				
LITEL PARTICIPACOES S.A.	Mineração	17				
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Outros	13	1			1

LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Transporte Serviç	14	1			1
LOJAS AMERICANAS S.A.	Comércio	17				
LOJAS HERING S.A.	Comércio	17	1			1
LOJAS RENNER S.A.	Comércio	17	1			1
LUPATECH S.A.	Siderur & Metalur	16	1	1	1	1
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Alimentos e Beb	16	1			
MAESTRO LOCADORA DE VEICULOS S.A.	Outros	3				
MAGAZINE LUIZA S.A.	Comércio	9				
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	Mineração	10	1		1	1
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	Siderur & Metalur	17				
MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	Outros	17				
MARCOPOLO S.A.	Veículos e peças	17	1		1	1
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Alimentos e Beb	16	1		1	1
MARISA LOJAS S.A.	Comércio	11				
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	Construção	17	1			1
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Máquinas Indust	15	1		1	1
METALGRAFICA IGUACU S.A.	Siderur & Metalur	17				
METALURGICA GERDAU S.A.	Siderur & Metalur	17	1		1	1
METALURGICA RIOSULENSE S.A.	Veículos e peças	17				
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	Siderur & Metalur	17				
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	Outros	9				
MINASMAQUINAS S.A.	Comércio	17				
MINERVA S.A.	Alimentos e Beb	16	1		1	1
MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	Alimentos e Beb	17				
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	Mineração	11				
MOVIDA PARTICIPACOES SA	Outros	3				
MRS LOGISTICA S.A.	Transporte Serviç	17				
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Construção	11				
MULTIPLUS S.A.	Outros	8				
MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	Siderur & Metalur	17	1			1
NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	Minerais não Met	17	1			1
NATURA COSMETICOS S.A.	Comércio	14	1	1	1	1
NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.	Máquinas Indust	17				
NORTEC QUÍMICA S.A.	Química	16				
NUMERAL 80 PARTICIPAÇÕES S.A.	Transporte Serviç	17				

NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	Química	10				
ODONTOPREV S.A.	Outros	12				
OGX Petróleo e Gás S.A.	Petróleo e Gás	6				
OI S.A.	Telecomunicações	17				
ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	Petróleo e Gás	11				
OSX BRASIL S.A.	Veículos e peças	10				
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	Química	3	1			
PACIFIC RDSL PARTICIPAÇÕES S.A.	Outros	1	1			
PANATLANTICA S.A.	Siderur & Metalur	17				
PARANAPANEMA S.A.	Siderur & Metalur	17				
PBG S/A	Minerais não Met	17	1			1
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	Construção	11				
PETRO RIO S.A.	Petróleo e Gás	8				
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Petróleo e Gás	17	1	1	1	1
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	Têxtil	17	1		1	1
PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	Veículos e peças	17				
POMIFRUTAS S/A	Agro e Pesca	17				
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	Eletroeletrônicos	16	1		1	1
PRATICA PARTICIPACOES S.A.	Outros	3	1			1
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Comércio	12				
PRUMO LOGÍSTICA S.A.	Outros	10				
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	Petróleo e Gás	7				
QUALICORP S.A.	Outros	6				
QUALITY SOFTWARE S.A.	Software e Dados	5				
RAIA DROGASIL S.A.	Comércio	17				
RAIZEN ENERGIA S.A.	Energia Elétrica	10	1			1
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	Veículos e peças	17	1		1	1
RECRUSUL S.A.	Veículos e peças	17				
REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.	Petróleo e Gás	17				
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	Têxtil	16	1			1
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	Construção	11				
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Construção	17				
RUMO MALHA NORTE S.A.	Transporte Serviç	17				
RUMO S.A.	Transporte Serviç	17				
SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	Outros	17				

SANTHER FAB DE PAPEL STA THEREZINHA S.A.	Papel e Celulose	17				
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	Transporte Serviç	10				
SAO MARTINHO S.A.	Alimentos e Beb	15				
SAO PAULO TURISMO S.A.	Outros	17				
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	Outros	17				
SAUIPE S.A.	Outros	17				
SCHULZ S.A.	Veículos e peças	17	1		1	1
SENIOR SOLUTION S.A.	Software e Dados	6				
SER EDUCACIONAL S.A.	Outros	14				
SLC AGRICOLA S.A.	Agro e Pesca	16				
SMILES S.A.	Outros	5				
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	Outros	7				
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	Outros	17				
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Têxtil	11				
SUZANO HOLDING S.A.	Outros	17				
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Papel e Celulose	17	1	1		1
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	Outros	15	1			1
TEC TOY S.A.	Outros	17				
TECHNOS S.A.	Outros	7				
TECNISA S.A.	Construção	11				
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	Outros	17				
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	Transporte Serviç	11				
TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	Têxtil	17				
TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	Siderur & Metalur	17				
TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	Telecomunicações	17				
TERRA SANTA AGRO S.A.	Outros	16				
TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	Têxtil	17				
TOTVS S.A.	Software e Dados	13	1	1		1
TREVISIA INVESTIMENTOS S.A.	Outros	17				
TRISUL S.A.	Construção	10				
TUPY S.A.	Veículos e peças	17	1		1	1
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	Química	17				
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	Outros	16	1			1
UNIDAS S.A.	Outros	10				
UNIPAR CARBOCLORO S.A.	Química	17				
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	Siderur & Metalur	17				
VALE S.A.	Mineração	17	1	1	1	1

VIA VAREJO S.A.	Comércio	17				
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	Construção	12				
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Têxtil	17	1		1	1
WEG S.A.	Máquinas Indust	17	1	1	1	1
WETZEL S.A.	Veículos e peças	17	1	1		1
WILSON SONS LTD.	Transporte Serviç	9				
WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	Comércio	17				

Nota. Fonte: Dados da pesquisa.

^a: o número total de anos com dados financeiros disponíveis.